



Schwerpunktthema „Private Debt“

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



Bitte merken Sie sich die folgenden Termine vor:

Montag, 5. September 2022

BAI Webinar European Leveraged Loans:
An allocation that's here to stay

Mittwoch, 7. September 2022

BAI Webinar: Long Volatilität:
Value-Trade und Absicherung zugleich

Montag, 12. September 2022, Frankfurt

BAI InnovationsDay

Dienstag, 20. September 2022

BAI Praxis-Webinar zur Umsetzung der SFDR RTS

Mittwoch, 21. September 2022

BAI Webinar: European ESG Template (EET) Reporting für
alternative Investments

Mittwoch, 26. Oktober 2022

BAI Webinar: Was bedeuten die wirtschaftlichen und politischen
Veränderungen für den Clean Energy Sektor?

Mittwoch, 2. November 2022, Frankfurt

BAI Workshop Sustainable Finance & ESG

Inhalt

- 3** **Leitartikel**
Frank Dornseifer, BAI e.V.
- 8** **Mitgliederneuvorstellungen**
- 12** **Private Debt - Quo vadis? Gedankenaustausch zur Assetklasse im aktuellen geopolitischen Umfeld**
Interview von Tim Glandien, BAI e.V.
- 15** **Private-Debt-Dachfonds gemäß Artikel 8 SFDR ohne nachhaltige Investitionen**
Dr. Daniel Maier, YIELCO Investments AG
- 22** **Aktuelle Chancen an den öffentlichen und privaten Kreditmärkten**
Dan Ivascyn, PIMCO
- 24** **Extracting Investor Value From Banks' Core Loan Portfolios**
Dr. Olivier Renault, Pemberton Capital Advisors LLP
- 30** **Alternative Credit im Portfoliokontext**
Nuveen
- 32** **Senior Loans Investoren sind gut gewappnet**
Rafael Calvo, MV Credit
- 35** **Risiko-Rendite optimiertes Kreditgeschäft meets Private Debt – Anlagemöglichkeiten für konservative Investoren**
Charlotte Höntschke, M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA
- 40** **Infrastructure Debt: Stabilitätsanker im volatilen Umfeld**
Thomas Bayerl, MEAG
- 44** **Der Weg zum krisenfesten Private-Debt-Portfolio: Determinanten der Diversifikation und Managerselektion im Lower-Mid-Market**
Alexander Stern, David Hansen, Sven Gralla, Kapital 1852 Beratungs GmbH
- 50** **Direct Lending – alternative Anlageklasse mit attraktivem Risiko-Rendite-Profil**
Thomas Adler, Invesco Asset Management
- 53** **Der Markt für Real Estate Private Debt – Neue Perspektiven für Kreditnehmer und Investoren**
Rebecca Kunz und Susanne Skujat, Helaba Invest
- 56** **Beschleunigte Aufholjagd in der Krise**
Jakob Schramm und Lucas Pech, Golding Capital Partners
- 59** **Digitale Kreditvergabe als wichtiges Teilsegment im Bereich Private Debt**
Marco Hinz und Jochen Weiss, CrossLend
- 64** **The Evolution of ESG in Lower Middle-Market Direct Lending**
Bryn Gostin and Jens Ernberg, Capital Dynamics
- 69** **Stunde der Wahrheit für Private Debt**
Rizwan Khan und Dr. Theo Weber, BlackRock
- 73** **Die Assetklasse Real Estate Debt nach der Zeitenwende**
Manuel Köppel, BF.capital GmbH
- 77** **Veranstaltungshinweise**
- 81** **Buchvorstellungen**

Sehr geehrte Damen und Herren, liebe Mitglieder,

Themenschwerpunkt Private Debt – gute Stimmung trotz unsicherer Zeiten?

Der Private Debt Boom hält an. Im Monats- bzw. Wochentakt gibt es auf einschlägigen Portalen und Konferenzen Meldungen über die Private Debt Pipeline, die – anders als Nord Stream – weiter üppig sprudelt! Fondsvolumina im einstelligen Milliardenbereich scheinen eher die Regel als die Ausnahme zu sein und laut PDI 100 Rankings hat die 1. Liga der Private-Debt-Unternehmen in den letzten fünf Jahren über 1,3 Billionen US\$ weltweit an Geldern von Investoren eingesammelt. So weit so gut. Wie aber z.B. eine mögliche und ggf. auch gar nicht so unwahrscheinliche Rezession Private Debt Manager auf der einen, Portfoliounternehmen auf der anderen Seite treffen wird, bleibt abzuwarten. Auf jeden Fall ist das ein Szenario, mit dem sich alle Beteiligten, vor allem auch die Investoren, auseinandersetzen sollten und müssen. Denn die Gemengelage aus bestehenden geopolitischen Brandherden und solchen, die es schon kurzfristig werden könnten, gravierende Engpässe bei Lieferketten und Fachkräften, einem seit den 70er Jahren nie da gewesenen Inflationsniveau, einem Zinsanstieg, der aus Sicht des obersten BaFin-Bankaufsehers einige Institute überfordern könnte, usw., wird auch an der Private-Debt-Branche nicht spurlos vorbei gehen. Und deshalb verwundert es auch nicht, dass beim Underwriting-Prozess derzeit vor allem die Themen Debt Servicing und Covenants im Fokus stehen, damit eben die Default-Quote weiterhin niedrig bleibt. Bei Bestandsportfolios werden zudem nun manche Manager erstmals mit realen Zinsen über der Nulllinie konfrontiert, was mit Blick auf typische Terms bei Private Debt dem obersten BaFin-Bankaufseher allerdings dann nicht so viele Sorgen bereiten sollte, wie bei Bankinstituten, die sich möglicherweise nicht ausreichend und frühzeitig gegen den unausweichlichen Zinsanstieg abgesichert haben. Und apropos Zinsanstieg, möglicherweise werden traditionelle Fixed-Income-Strategien bei weiteren Zinsschritten ohnehin wieder stärker in der Gunst der institutionellen Investoren steigen. Entsprechende Aussagen von Investoren konnte man jedenfalls schon auf einschlägigen Konferenzen vernehmen.

Kurzum, Private Debt ist und bleibt kein langweiliges Thema und die Vielzahl und Bandbreite der Fachbeiträge in diesem Newsletter zeigt, wie viele Facetten Private Debt hat und warum es sich weiterhin lohnt, sich intensiv damit zu befassen. Und natürlich gehört

dazu auch immer die Regulatorik, denn nach der Sommerpause beginnt der finale Trilog der europäischen Gesetzgebungsorgane zum zukünftigen EU-weiten Regime für Kreditfonds, welches sich mittlerweile sehr konkret abzeichnet, sowohl in Bezug auf Strukturierungsmöglichkeiten, als auch in Bezug auf operative Anforderungen. Gerade aus dem Europaparlament gibt es eine Vielzahl von – zum Teil sehr restriktiven – Änderungsanträgen in Bezug auf Kreditvergabeaktivitäten von Fonds, die in den anstehenden Trilog-Verhandlungen zu durchaus kontroversen Diskussionen führen werden. Umso wichtiger ist es, dass im Vorfeld die verschiedenen Argumente sorgfältig geprüft und objektiv diskutiert werden, damit am Ende die Regulierung keinen prohibitiven Charakter bekommt und vor allem den Mitgliedstaaten nicht zu viel abschließende Rechtsetzungskompetenz überlässt, die am Ende eben einen Binnenmarkt und grenzüberschreitende Kreditvergabeaktivitäten eher verhindert als ermöglicht.

Mit anderen europäischen Verbänden haben wir wiederholt und klar eine pragmatische Vorgehensweise gefordert, zumal es weder Marktversagen gibt oder besondere Risiken drohen, die als Anlass für eine stark limitierende Regulierung herangezogen werden können und dürfen. Institutionelle Anleger, die jetzt und zukünftig auf diese Assetklasse setzen und damit – komplementär zu Banken – Kapital in einer Zeit wirtschaftlicher Schwäche bereitstellen, dürfen nicht verunsichert und unverhältnismäßig reglementiert werden. Überschießende regulatorische Eingriffe können jedenfalls zu einer dauerhaften Beeinträchtigung der Fähigkeit der Private-Debt-Branche führen, Finanzmittel – nicht nur für KMUs – bereitzustellen, was durchaus Unternehmensinsolvenzen, Wachstums- und Arbeitsplatzverluste zur Folge haben könnte. Die Reife, die Private Debt mittlerweile erlangt hat, ist beeindruckend. Es werden nicht nur alle Kapitalstrukturen abgedeckt, darüber hinaus wählen mittlerweile Investoren auch alternative Zugangswege wie Co-Investments oder Secondaries, um in Private Debt zu investieren.



Frank Dornseifer,
BAI e.V.

BAI Investor und Mitglieder Survey

An dieser Stelle schon ein großes Vorab-Dankeschön an alle Investoren und Mitglieder, die bereits – trotz Sommerferien und fast tropischen Temperaturen in ganz Deutschland – an unseren diesjährigen Umfragen teilgenommen haben. In diesem Jahr haben wir beide Surveys, auch auf Wunsch vieler Teilnehmer aus dem Vorjahr, früher gestartet, um Termine und Agendaplanung im Herbst zu entlasten. Nach dem Zwischenstand sind wir sehr zuversichtlich, dass wir auf jeden Fall an den Erfolg des letzten Jahres anknüpfen werden. Diejenigen von Ihnen, die bisher noch nicht teilgenommen haben, darf ich jedenfalls ermuntern, dies kurzfristig nachzuholen. Die Umfrageergebnisse sind bekanntlich nicht nur für alle Beteiligten von sehr großem Interesse, sie sind darüber hinaus auch für die weitere Ausrichtung und Gewichtung unserer Verbandsarbeit extrem wichtig. Gerne stellen wir Teilnehmern auch eine Freikarte für den demnächst stattfindenden 2. BAI InnovationsDay zur Verfügung. Auch das sollte ein mehr als willkommener Anlass sein, noch teilzunehmen.

BAI InnovationsDay

Und damit Sie sich direkt noch einen guten Überblick davon verschaffen können, welche Themen wir auf dem diesjährigen BAI InnovationsDay vorstellen und präsentieren, ist hier das Programm: Wir starten mit dem Eröffnungsvortrag von **Dr. Matthias Voelkel**, CEO Gruppe Börse Stuttgart, zum Thema **„Blockchain, Digital Finance und Krypto - Europas Chancen und Herausforderungen im globalen Wettbewerb und Auswirkungen auf die institutionelle Kapitalanlage“**. Es folgt die erste Paneldiskussion zum Thema „Kryptowerte im Portfolio: Herausforderungen für Asset-Manager und Investoren (Strukturierung, Due Diligence, Risikomanagement, Handel)“ mit Teilnehmer der DEXTRO Group Germany, von NYALA und Plutoneo Consulting GmbH. Moderiert wird dieses Panel von Prof. Dr. Philipp Sandner, Frankfurt School Blockchain Center. Es schließen sich die folgenden Vorträge an:

- „Digital Assets & Smart Securities – Chancen und Herausforderungen eines digitalen Kapitalmarkts für die Asset-Management-Branche“, Jens Siebert, KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
- „SWIAT – Blockchain für regulierte Finanzmarktakteure“, Jonathan Leßmann, SWIAT GmbH
- „Art as an Alternative Hedge against Inflation“, Yassir Benjelloun-Touimi, ARTEX

Die zweite Paneldiskussion zum Thema „Umsetzung von Krypto-FAV und eWpG: Fonds und Wertpapiere auf der Blockchain aus Sicht von KVG, Verwahrstelle, Registerführer“ wird moderiert von Dr. Nick Wittek, JonesDay, Teilnehmer sind Vertreter von BNP Paribas Securities Services, Annerton, Hauck Aufhäuser Lampe und intas.tech. Es schließen sich die folgenden Vorträge an:

- „Lessons Learned from Investing in the Blockchain Ecosystem - the VC perspective“, Axel Roitzsch, cryptofinance.vc, und Wolfgang Männel, Blockchain Founders Group
- „Social Media Monitoring zur Aufdeckung manipulativen Verhaltens bei Kryptowerten“, Dr. Stefan Nann, Stockpulse
- „KI im Asset Management: Wird immer besser!“, Günter Jäger, Plexus

Zwischen den Vorträgen und Panel-Diskussionen stellen sich insgesamt acht ausgewählte Start-ups aus den Bereichen Technologie und Asset Management vor.

- 21.finance AG
- Cadeia GmbH
- F5 Crypto Capital GmbH
- Heartstocks
- Own AG
- SQ Solutions
- Rudy Capital Beratungsgesellschaft mbH
- Kasuria GmbH

Ausführliche weitere Informationen finden Sie auf unserer [Webseite](#).

Also melden Sie sich [hier](#) an, gerne auch mit einer Freikarte nach der Teilnahme am Investor bzw. Mitglieder-Survey.

Neukonstituierung der BAI-Fachausschüsse

Im Leitartikel des letzten Newsletters und anschließend mit besonderem Mailing vom 3. August an die derzeitigen Teilnehmer der BAI-Fachausschüsse hatte ich bereits über die Neukonstituierung dieser Ausschüsse informiert und um entsprechende Interessenbekundungen gebeten, nicht nur für die reguläre Teilnahme in den Ausschüssen, sondern auch im Hinblick auf die Co-Leitung in diesen Gremien. Im Zuge der Freischaltung der neuen Mitgliederplattform, die wir schon kurzfristig und zunächst in einer Pilotphase testen, werden wir auch die einschlägigen Fachausschüsse einbeziehen. Hierzu werden diejenigen, die sich bereits gemeldet haben, zeitnah gesondert angeschrieben. Diejenigen von Ihnen, die sich noch nicht gemeldet, aber ebenfalls Interesse haben, zukünftig in einem oder mehreren Ausschüssen bzw. Unterarbeitsgruppen aktiv mitzuwirken, können sich natürlich auch noch gerne direkt bis zum 16. September bei mir melden. Anbei die zukünftige Struktur der Fachausschüsse und Arbeitsgruppen:

Fachausschuss Fonds- und Marktregulierung

Unterarbeitsgruppen:

- AIFMD/UCITS/KAGB
- ELTIF/EuVECA/EuSEF
- MiFID/MiFIR/EMIR
- LeerverkaufsVO
- MiCAR/DLT/DORA/eWPG

Fachausschuss Investmentbesteuerung

Unterarbeitsgruppen:

- InvStG/EStG
- AStG/DAC/ATAD/FTT
- UStG
- GewStG

Fachausschuss Investorenaufsichtsrecht

Unterarbeitsgruppen:

- CRR/CRD/KWG
- Solvency II/VAG/AnIV
- EbAV/IORP/PFAV

Arbeitskreis Sustainable Finance

Unterarbeitsgruppen:

- SFDR
- Taxonomie
- CSRD
- EET

Weitere Informationen hierzu finden Sie [hier](#).

zu den Beiträgen in diesem Newsletter

Wie bereits eingangs erwähnt freuen wir uns, Ihnen mit diesem Newsletter eine Vielzahl von sehr lesenswerten Fachbeiträgen zum Schwerpunktthema Private Debt präsentieren zu dürfen. Herzlichen Dank an alle Autoren, die an diesem Newsletter mitgewirkt haben.

Ich wünsche Ihnen eine – wie hoffentlich immer - informative und unterhaltsame Lektüre des BAI-Newsletters.

Frank Dornseifer

BAI InnovationsDay

12. September 2022

Campus Westend, Casino-Gebäude
Goethe-Universität, Frankfurt



Keynote-Speaker:

Dr. Matthias Voelkel, CEO Gruppe Börse Stuttgart

„Blockchain, Digital Finance und Krypto - Europas Chancen und Herausforderungen im globalen Wettbewerb und Auswirkungen auf die institutionelle Kapitalanlage“

- Das BAI-Tech-Event zum Einsatz neuer Technologien in der Asset-Management- Branche (insbes. DLT, KI, DeFi) und neuartigen Anlagemöglichkeiten in der institutionellen Kapitalanlage
- Zielgruppe: Mitglieds-/Branchenunternehmen, institutionelle Investoren und Technologieunternehmen/Start-ups
- Vorstellung von ausgewählten Start-ups aus den Bereichen Technologie und Asset Management

Themenauswahl:

- Umsetzung von KryptoFAV und eWpG: Fonds und Wertpapiere auf der Blockchain aus Sicht von KVG, Verwahrstelle, Registerführer
- Kryptowerte im Portfolio: Herausforderungen für Asset-Manager und Investoren (Strukturierung, Due Diligence, Risikomanagement, Handel)
- UseCase Blockchain für regulierte Finanzmarktakteure: die Abbildung von Produkten und Prozessen auf der Blockchain
- UseCase Digital Assets und Social Media Analytics: Social Media Monitoring zur Aufdeckung manipulativen Verhaltens bei Kryptowerten
- UseCase Digital Assets & Smart Securities – Chancen und Herausforderungen eines digitalen Kapitalmarkts für die Asset-Management-Branche
- UseCase KI im Asset Management: Wird immer besser!
- UseCase Lessons Learned from Investing in the Blockchain Ecosystem - the VC perspective

Panel-Sponsoren



Plutoneo.

Silber-Sponsoren



Supporter



Medienpartner





Alternative Investor Conference

Save the Date: 24. - 26. April 2023 Kap Europa, Frankfurt

Impressionen und Fakten der BAI Alternative Investor Conference 2022



670 Teilnehmer • knapp 100 institutionelle Investoren • 64 Sponsoren und Medienpartner • 5 Key-note-Speeches
ein Pre-Event zu ESG: Daten & Research • 30 Fachvorträge • Exklusiver Workshop für Endinvestoren • ein Investorendinner mit 65 Teilnehmern
ein großes Get-together mit Jonas Deichmann • und vieles mehr. . .

„AIC 2022 - DIE Konferenz für die deutschsprachige Alternative Investment Community ist wieder live zurück!
Und wie: Teilnehmerzahl, Themen, Netzwerk und Organisation - alles prima! Vielen Dank, BAI!“

Andreas Binder, Head of Alternative Investments / Real Estate, WAVE Management AG

„Die BAI AIC bietet für Investoren sehr interessante Vorträge und Diskussionen zu aktuellen Themen der AI-Branche.“

Ilona Schuster, Geschäftsbereich Treasury, Stadtparkasse Düsseldorf

„Ein „Muss“ für alle institutionelle Investoren und Family Offices.“

Maria Anderson, Geschäftsführerin, GIWA Management GmbH & Co.KG

Wir bedanken uns herzlich bei allen Sponsoren und Partnern für die Unterstützung der AIC 2022:



Informationen zur AIC 2023 finden Sie in Kürze unter: www.ai-conference.com

Seit Beginn des Jahres haben wir bereits 31 neue Mitglieder gewinnen können.

Wir freuen uns, nun auch

- Avellinia Capital Limited
- Banque Internationale à Luxembourg SA
- CommonFund Capital
- EXXETA AG
- HIH Invest Real Estate GmbH
- Kleyr Grasso SCS
- LBBW Asset Management
- Pinnacle Asset Management, L.P.
- Real Port AG

als Mitglieder begrüßen zu dürfen.

Eine Übersicht über alle 268 BAI Mitglieder finden Sie [hier](#).



Avellinia Capital Limited

Avellinia Capital ist ein Private Debt Investment Manager, der auf den wachsenden Specialty Finance Sektor fokussiert ist. Wir investieren in granulare Portfolios aufstrebender alternativer Fintech Kreditgeber, sowie im E-commerce und im Mobility Sektor. Resultierend bieten wir Investoren eine attraktive diversifizierte Investment Strategie im Bereich alternative private Kredite / asset-based lending mit hoher Risiko-adjustierter Rendite.



Banque Internationale à Luxembourg SA

Die Banque Internationale à Luxembourg (BIL) verkörpert die besten Eigenschaften und Werte Luxemburgs. Sie ist verwurzelt und weltoffen, eine Bank von hier und doch international zu Hause. Wir sind Luxemburgs unabhängige Universalbank, die seit 1856 fest mit dem Leben und den Werten unserer Heimat verwurzelt ist.

Unsere Kerngeschäftsfelder sind Corporate und Private Banking sowie Wealth Management. Unser Asset Servicing ist in diesen Geschäftsfeldern eingebettet und bietet eine umfassende und professionelle Lösung für Fondsprojekte in Luxembourg. Die Kerndienstleistungen umfassen die Funktionen als Verwahrstelle, Zentralverwaltung und Verwaltungsgesellschaft. Unsere offene Architektur von BIL Asset Services ermöglicht es Ihnen, aus einer Auswahl unserer langjährigen Geschäftspartner die für Ihre Bedürfnisse passenden Partner zu wählen.

commonfund

CommonFund Capital

Seit der Gründung von Commonfund Capital im Jahr 1988 ist unser Auftrag derselbe geblieben: Wir streben danach, qualitativ hochwertigste Investmentlösungen in den Bereichen Private Equity, Venture Capital, Real Assets und Nachhaltigkeit anzubieten. Commonfund Capital hat seit seiner Gründung mit 50 erfahrenen Private-Capital-Experten rund 20,0 Mrd. \$ an zugesagtem Kapital verwaltet. Wir arbeiten mit einigen der weltweit führenden Investmentmanager (GP's) zusammen, um eine Reihe von privaten Investmentprogrammen anbieten zu können - Komplettlösungen, strategiespezifische Portfolios, spezialisierte Programme und SMA's. Die Partnerschaften von Commonfund Capital sind nach Kernstrategien gegliedert: Private Equity, Venture Capital, Real Assets und Sustainability, mit geographisch spezifischen Partnerschaften im Bereich Private Equity, in den USA, Europa und anderen entwickelten Märkten sowie in Schwellenländern. Wir bieten direkte Secondaries und Co-Investment-Partnerschaften an und arbeiten mit ausgewählten Partnern über kundenspezifische Mandate zusammen. Unsere Investoren sind namhafte, institutionelle Investoren aus der ganzen Welt.

exeta

EXXETA AG

Exxeta AG ist eine Digital- und Fachberatung mit Fokus auf die Bereiche Mobilität, Energie und Finanzen. Sie begleitet Unternehmen dabei, sich mithilfe neuer Technologien zu transformieren und digitale, nachhaltige Geschäftsmodelle zu entwickeln. Zum Portfolio zählen Groß- und Mittelstandskunden, aber auch europäische Scale-ups und Start-ups, wie Commerzbank, ista GmbH, Kazenmaier u.v.m.

Exxeta AG wurde 2005 gegründet und ist seitdem stark gewachsen. Mittlerweile arbeiten mehr als 1.000 passionierte Mitarbeiter:innen an 13 Standorten (u.a. Karlsruhe, Berlin, Zürich und Bratislava). Der Umsatz betrug im Jahr 2021 100 Mio. Euro.

Mehr Informationen: www.exxeta.com.



HIH Invest Real Estate GmbH

Die HIH Invest Real Estate ist einer der führenden Investmentmanager für Immobilien in Deutschland und in Europa. Wir finden, entwickeln und steuern Immobilien und Investments mit zukunftsgerichtetem Blick im Sinne unserer Kunden. Das frühzeitige Erkennen von Marktveränderungen, die Umsetzung von regulatorischen Anforderungen und zukunftsgerichtetes digitales Management sind Teil unserer Unternehmensphilosophie. Aktuell werden Assets mit einem Volumen von 17,7 Mrd. Euro in 89 Fonds verwaltet.

KLEYR | GRASSO AVOCATS A LA COUR

KLEYR GRASSO SCS

KLEYR GRASSO bietet internationalen und nationalen Mandanten in Luxemburg seit über 28 Jahren unabhängige umfassende Beratung im Wirtschafts- und Prozessrecht mit höchsten professionellen Standards und unternehmerischer Kultur. Die Teams aus stark engagierten Partnern und Anwälten verschiedener Nationalitäten unterstützen lokale und internationale Mandanten bei ihren Projekten von der Planung bis zur Umsetzung.

Die mehrsprachigen Anwälte beraten lokale und multinationale Unternehmen aus allen Branchen, führende institutionelle Investoren, Private-Equity-Unternehmen, Banken, Investmentfonds und zahlreiche andere Unternehmen in den Bereichen Fusionen und Übernahmen, Restrukturierung und Insolvenz, Private Equity, Kapitalmärkte, Bank- und Finanzwesen, Investmentfonds, Immobilien und Bauwesen, Sozial- und Arbeitsrecht, Streitbeilegung, Versicherungen und Rückversicherungen sowie Steuern.



LBBW Asset Management

Wir sind Teil der LBBW Asset und Wealth Management und treten als Kompetenzcenter und Full-Service-Dienstleister zur unabhängigen Prüfung und Auswahl von Alternativen Sachwertinvestments auf. Bereits seit über zwei Jahrzehnten bieten wir innovative Investmentlösungen mit optimierten Rendite- und Risikoprofilen, ausgerichtet auf die individuellen Bedürfnisse unserer Kunden an. Herausragend ist hierbei unser sorgfältiger Analyseprozess zur Erarbeitung herausragender Anlagelösungen sowie unser Fondscontrolling. Als professioneller Partner für Banken und Sparkassen rund um das Thema Alternative Sachwertinvestments steht stets der Mehrwert für den Anleger im Mittelpunkt unseres Handelns. Zu unseren Haupt-Anlageklassen gehören Immobilien im In- und Ausland, Energie und Infrastruktur und Private Equity und Private Debt.



Pinnacle Asset Management, L.P.

Founded in 2003, Pinnacle Asset Management, L.P. is a private, New York-based alternative asset management firm with a focus on the global commodity markets and physical commodity-related businesses. As of July 1, 2022, Pinnacle's AUM is \$5.0bn, with a global institutional investor base that includes public and corporate pension funds, endowments, foundations, and family offices. The Firm has been managed by the same group of senior executives for 16+ years. Pinnacle is an investment adviser registered with the Securities and Exchange Commission; is a commodity trading adviser and commodity pool operator registered with the Commodity Futures Trading Commission; and is a member of the National Futures Association.



Real Port AG

RealPort is a digital co-investment platform with the vision to create tradability for sustainable infrastructure by bringing new capital into the asset class.

We support Europe's most experienced asset holders' capital raising / recycling by bringing passive capital and on the other hand offer small and medium sized institutional investors co-investments in single assets in a digital, standardised, cost-efficient and transparent manner.

We currently focus on European renewables with min. 50MW operational, of which max 49% is offered on the platform in an equity-like securitised structure. Typical investors are insurance companies and pension funds with up to €5bn AUM, seeking infrastructure / renewable co-investments directly (no blind-pool) that are cash yielding from day 1. The data room provides vendor due diligences and independent analysis. Ticket size is €500k upwards and allocation fair.

Nachträgliche Vorstellung:



Lagrange Financial Advisory GmbH

Lagrange Financial Advisory GmbH (Chartered Surveyors) ist ein unabhängiges Beratungsunternehmen, das hauptsächlich im Immobilien- und Infrastrukturbereich, sowie in Private Debt tätig ist.

Das Team besteht aus Experten im Fonds-, Immobilien-, Infrastruktur- und Fremdkapitalbereich und deckt im Fondsbereich die globalen Märkte ab. Die Investoren kommen überwiegend aus Deutschland bzw. der DACH-Region.

In den letzten 7 Jahren wurden 40 verschiedene Fonds mit einem Volumen von rd. 3 Mrd. Euro im Immobilien- und Infrastrukturbereich platziert bzw. zur Investition bei institutionellen Investoren empfohlen und durchgeführt; davon hat kein Fonds in einem Jahr eine negative Rendite ausgewiesen.

Lagrange leistet innovative und umfassende Beratung in allen Bereichen von institutionellen Immobilien- und Infrastrukturfonds sowie M&A und Debt Advisory.

Private Debt - Quo vadis?

Gedankenaustausch zur Assetklasse im aktuellen geopolitischen Umfeld im Rahmen der BAI AIC 2022 (Interview vom 03.05.2022)

Die Private-Debt-Branche hat in den vergangenen Jahren stetig an Bedeutung gewonnen und wächst schneller als die Private Equity – oder Venture-Capital-Branche. Jedoch wirken sich die weitreichenden geopolitischen Spannungen zwischen Russland und dem Westen auch auf die Investmentstrategie und Allokation der Fund Manager aus. Wie man mit erhöhter Komplexität umgeht, Opportunitäten nutzt und welche Chancen der Bereich Private Debt mit sich bringt, ist Inhalt dieser Unterhaltung zwischen Matthias Mathieu (Geschäftsführer von Bright Capital als Private Debt Fund Manager), David Hansen, Sven Gralla (beide Fondsmanager eines Private-Debt-Dachfonds der Kapital 1852) und Tim Glandien (BAI).

Tim Glandien: Guten Morgen, schön, dass Sie drei sich die Zeit für dieses Gespräch nehmen, um ein wenig über die Private-Debt-Branche zu sprechen. Herr Mathieu, im Hinblick auf Deutschlands Abhängigkeit von Gasimporten, wie bewerten Sie die aktuelle geopolitische Lage und welche Implikationen hat das für Ihre Pipeline als Private Debt Fund Manager in Deutschland?

Matthias Mathieu: Das ist eine sehr gute Frage, die so vielschichtig ist, dass man sie gar nicht in zwei Sätzen beantworten kann. Geopolitisch hat sich die Welt seit Ausbruch der Coronakrise und nicht zuletzt auch wegen des Krieges zwischen Russland und der Ukraine stark verändert. Einen direkten Einfluss auf unsere Deal Pipeline hat die Lage heute nicht. Wir gehen jedoch davon aus, dass es im Zuge der Gesamtsituation in den kommenden Monaten zu einer Abschwächung der M&A Aktivitäten kommen kann, Investoren könnten vorsichtiger werden und die Unternehmensbewertungen in den Private Markets könnten sich analog, jedoch mit Zeitversatz, den Benchmarks der liquiden Märkte annähern.

In Bezug auf die die aktuellen Portfolios der Private Equity und Private Debt Fonds glaube ich, dass die Mehrheit der Manager bereits vor Ausbruch von Covid eine Krise bei der Investitionsselektion in die Zukunft blickend antizipiert hat. Einen Lieferstopp für Gas und/ oder Öl konnte man jedoch zumindest für Investitionen vor 2022 nicht vorhersehen und sollte dies so kommen, wären einige Branchen stärker und andere schwächer betroffen. Für die heutige Investitionsentscheidung haben jedoch Lieferketten, Rohstoffvolatilität und Inflation eine deutlich höhere Relevanz als noch vor dem Jahr 2020. Wir erleben eine gestiegene Komplexität bei der kommerziellen Due Diligence von Zielunternehmen insbesondere bei Non-Sponsored-Transaktionen.



Tim Glandien,
Werkstudent,
BAI e.V.



Matthias Mathieu,
Managing Partner,
BRIGHT CAPITAL GmbH



David Hansen,
Fondsmanager Private Debt,
Kapital 1852 Beratungs GmbH



Sven Gralla,
Fondsmanager Private Debt,
Kapital 1852 Beratungs GmbH

David Hansen: Dieser Mehraufwand bei Non-Sponsored-Transaktionen, also Finanzierung von Unternehmen, die nicht in Private-Equity-Hand sind, wird mit einer entsprechenden Renditeprämie vergütet. Deshalb könnte es als Private-Debt-Investor insbesondere aus Allokationssicht eine sehr interessante Opportunity darstellen, ein wenig vom „Mainstream“ abzuweichen und ebenso Fonds in Erwägung zu ziehen, die neben klassischen Private-Equity-Sponsored-Transaktionen auch Non-Sponsored-Transaktionen tätigen. Wenn man den Private-Debt- bzw. Direct-Lending-Markt betrachtet, sind Non-Sponsored-Transaktionen bisher noch deutlich unterrepräsentiert. Dies gilt auch für Deutschland, wo wir im Vergleich zu den USA, Großbritannien und Frankreich einen Markt sehen, der erst in den letzten Jahren langsam aus den Kinderschuhen gewachsen ist – von der traditionellen Bankfinanzierung hin zu alternativen Finanzierungsformen, wie Private Debt. So ist es nicht verwunderlich, dass der Anteil von Non-Sponsored-Transaktionen mit entsprechender Maturität wächst und inhabergeführte Unternehmen nicht nur das Finanzierungsangebot ihrer Hausbank in Anspruch nehmen, sondern aus verschiedensten Gründen auch vermehrt auf Lösungen mit Private-Debt-Fonds zurückgreifen.

Private Debt - Quo vadis?

Sven Gralla: Dazu hätte ich noch zwei weitere Gedanken. Erstens zur makroökonomischen Ausgangslage: Den Gedanken von Dir, Matthias, bezogen auf Selektivität der Private-Debt-Fonds kann ich aus unseren Gesprächen mit den GPs bestätigen. Insbesondere werden im klassischen Direct-Lending konjunkturunabhängige, daher nicht zyklische, Unternehmen aus einem sektoragnostischen Investmentansatz heraus finanziert. Ich würde allerdings COVID außen vor lassen. Eine Vielzahl der GPs berichtete uns, dass COVID die erste wirkliche Bewährungsprobe für Private Debt gewesen sei. Mit dieser Einschätzung bin ich nicht d'accord. Insbesondere durch die immensen Staatseingriffe ist diese Bewertung aus meiner Sicht unzulässig, denn hier ist es bisher nicht wie in anderen Wirtschaftskrisen zu den entsprechenden Insolvenzen gekommen. Allerdings ist die Post-Covid-Situation eine andere – bezogen auf die fiskalpolitische „Feuerkraft“ der entwickelten Volkswirtschaften. Hiermit komme ich dann auch zu meiner zweiten Ergänzung in Bezug auf Non-Sponsored-Transaktionen, die wir insbesondere auch im (Lower)-Mid-Market wahrnehmen. Solche Transaktionen bieten oftmals eine sogenannte „Governance-Renditeprämie“. Diese Renditeprämie lässt sich auf die Intransparenz und den teils geringen Wettbewerb zurückführen. Um die entsprechenden Transaktionen durchzuführen, braucht es einen sehr aktiven Investment- und Monitoring-Prozess. Der Mehraufwand, den diese Transaktionen mit sich bringen, kann auch weitere Vorteile bieten, sofern die Prozesse des GPs adäquat sind. Dazu zählt unter anderem eine unabhängige Due Diligence aus einer Hand ohne eine verzerrte Interessenslage zwischen dem Privaten-Equity- und Private-Debt-Manager sowie die „Bargainig-Power“ auf Seiten der GPs. Des Weiteren sind insbesondere im (Lower-)Mid-Market starke Covenants, eine Sole-Lender-Position und die Dokumentation aus einer Hand elementar. Natürlich muss der GP dann aber auch in der Lage sein, seine Expertise einzubringen und im Krisenfall die Restrukturierung durchzuführen.

Tim Glandien: Herr Mathieu, jetzt haben wir in der bisherigen Unterhaltung einiges zu den Vorteilen, Nachteilen und Fallstricken von Non-Sponsored-Transaktionen oder dem Lower-Mid-Market gehört. Wir sollten nun den Blick noch einmal genauer auf die DACH-Region legen. Welche Besonderheiten bringt dieser Markt mit sich? Können Sie erläutern warum gerade dieser Weg vom Mainstream – immer größer werdender Vehikel mit immer größer werdenden Transaktionen, für Investoren attraktiv sein kann?

Matthias Mathieu: Ich würde etwas früher anfangen und kurz erläutern, wie sich der Deutsche Private Debt Markt in den vergangenen Jahren entwickelt hat. Das starke Wachstum von Private Debt als Asset Klasse ist ein Resultat aus der Finanzkrise erwachsenen Bankenregulierung und des Niedrigzinsumfeldes. Im Ergebnis hat dies zu einer Finanzierungslücke im deutschen Mittelstand geführt. 2015 hat die BAFIN ermöglicht, eigenkapitalfinanzierte Kreditfonds besicherte

Darlehen an deutsche Unternehmen auszureichen. Insbesondere in bereits anderen Jurisdiktionen etablierte Kreditfonds drängten nach Deutschland um ein Stück vom „Kreditmarktkuchen“ abzubekommen. Damals wie heute finden jedoch ca. 90% der Private Debt Transaktionen im Mid Market und im Large Cap Bereich statt, sprich, mit Unternehmen die mehr als EUR 10 Mio. EBITDA jährlich erwirtschaften. Dieser Teil des Marktes repräsentiert jedoch nur 10-15% der mittelständischen Unternehmen in Deutschland. In diesem Größensegment bleibt Private Debt häufig ein Komplementärprodukt zu Private Equity. Am unteren Ende des Marktes stellt sich die Situation anders dar. Die verbleibenden 85-90% der Unternehmen sehen sich in weiten Teilen der gleichen Finanzierungslücke gegenüber wie unmittelbar nach der Finanzkrise als die Banken stärker reguliert wurden. In Konsequenz bedeutet dies, dass große Teile des deutschen Mittelstands kaum Möglichkeiten haben, Akquisitionen, MBIs, MBOs mit Fremdkapital zu finanzieren und wenn, dann häufig unter strengeren Auflagen als bei vergleichbaren Transaktionen im Mid und Large Cap Bereich.

Genau diese Ineffizienz eröffnet eine große Chance für Private Debt Investoren die sich auf dieses Segment spezialisiert haben. Darlehensgeber können häufig sehr kreditgeberfreundliche Konditionen vereinbaren und überdurchschnittliche risikoadjustierte Renditen erwirtschaften. Nichts desto trotz, fehlt es genau in diesem Segment insbesondere aus technischen Gründen noch an institutionellem Kapital. Vielen Anlegern ist es nicht möglich kleinere Fonds zu zeichnen. Auch wenn sie den Markt längst als attraktives Feld entdeckt haben bleibt der Eintritt schwierig. Wir gehen davon aus, dass Anleger die einen Weg finden in diesem Teil des Marktes zu investieren, auch in den nächsten Jahren noch von überdurchschnittlichen risikoadjustierten Renditen profitieren können.

Sven Gralla: Als Fondsmanager eines Private-Debt-Dachfonds sind wir natürlich irgendwie GP & LP zugleich. Grundsätzlich haben wir eine sehr ähnliche Philosophie bzw. ein ähnliches Marktverständnis. Der Großteil der eher größeren Investoren hat bereits seit geraumer Zeit Erfahrungen im Upper-Mid-Market gesammelt. Aus unserer Sicht bietet der Lower-Mid-Market also durchaus Diversifikationspotenzial. Hier gilt es, die Manager zu finden, die sich entsprechend bewusst fokussieren, in diesem „Sweet-Spot“ bleiben möchten und gleichzeitig die professionellen Strukturen vorhalten können. In unseren Analysen stellen wir zudem fest, dass der Lower-Mid-Market insbesondere Finanzierungen mit verhältnismäßig geringem EBITDA-Leverage durchführt, was zur Krisenfestigkeit beitragen kann. Auf der anderen Seite gibt es natürlich auch zentrale Hürden, die es mittels eines breiten Portfolios zu mitigieren gilt. Damit meine ich verhältnismäßig gering diversifizierte Zielfonds, die aufgrund ihrer geringen Fondsgröße, weniger Transaktionen tätigen. Zusätzlich kann die Personaldecke eine Schwachstelle darstellen, die man während des Prüfprozesses betrachten muss.

Private Debt - Quo vadis?

Tim Glandien: Nun haben wir einiges zum Marktumfeld und den Chancen und Fallstricken dieses Marktsegmentes gehört. Warum sieht man dennoch Investoren – seien es Dachfonds oder institutionelle Anleger –, die entlang der League Table investieren?

Sven Gralla: Die Selektion ist natürlich auch sehr zeit- und personalintensiv. Um gute Investmententscheidungen zu treffen, muss man sich in erster Linie Zeit nehmen. Ohne sich einen Großteil der GPs am Markt anzusehen, entwickelt man nicht das Gefühl für die zentralen Entscheidungsmerkmale der Manager. Hier empfiehlt sich der Aufbau eines professionellen Investmentprozesses, der ebenfalls zentrale Rahmendaten strukturiert aufnimmt, um so eine Datengrundlage zu haben. Große GPs haben hier einfach den Vorteil, deutlich visibler am Markt zu sein. Aber Größe ist nicht alles.

David Hansen: Natürlich erfordert der von Dir beschriebene Prozess ein enormes Netzwerk, das man erst aufbauen muss. Kontakte zu den Placement Agents, Verbänden wie dem BAI oder Wettbewerbern sind ebenso wichtig, wie die Präsenz auf Fachkonferenzen. Somit kann man ein aktives und passives Sourcing etablieren. Ich kann verstehen, dass man daher den vermeintlich einfachen Weg über die großen „Platzhirsche“ wählt. Aber eines ist klar: Damit man ein diversifiziertes Portfolio aufbauen kann, braucht es einen deutlich breiteren Ansatz. Ich denke, dass der Diversifikationsgedanke in den kommenden Monaten immer wichtiger werden wird und sich so auch einige der Manager abseits des „Mainstreams“ etablieren werden. Zudem darf man nicht außer Acht lassen, dass besonders große Manager in den vergangenen Monaten immer mehr Transaktionen in Form von „Club-Deals“ getätigt haben. Ein bloßer Fokus auf diese Akteure könnte dann für den Investor das „Klumpen-Risiko durch die Hintertür“ bedeuten, da möglicherweise einzelne Transaktionen in den Portfolien von verschiedenen Managern auftauchen können.

Matthias Mathieu: Stimmt. Umso wichtiger ist es aus meiner Sicht, dass Fund of Funds sich durch die Manager-Selektion vom Markt abgrenzen, um einen Mehrwert zu generieren. Insbesondere kann diese Abgrenzung erfolgen, indem Fonds ausgewählt werden, die Überrenditen erwirtschaften, beispielsweise Lower-Mid-Market Fonds, Speciality Lending Strategien, Royalty Financing aber auch Distressed Fonds. Wichtig ist jedoch, zumindest aus meiner Sicht, dass die Auswahl dem Vorsichtsprinzip folgt. Ein Kreditgeschäft bleibt in allen Segmenten ein „Safe Play“ und Überrenditen sollten erklärbar und planbar bleiben. Insbesondere bei Turn-Around-Strategien sehe ich dies durch die strukturell gegebene, passive Rolle der Kreditgeber nicht immer als gegeben.

David Hansen: Hier muss man aus meiner Sicht differenzieren: Bei

Primaries gebe ich dir vollkommen Recht. Aber gerade bei Distressed-Turnaround-Strategien sehen wir nicht nur eine sehr aktive Rolle der Kreditgeber oder besser „Kreditkäufer“, sondern durch den Erwerb zu einem günstigeren Einstiegspreis auch die Chance auf attraktive Renditen bei verhältnismäßig moderatem Risiko als zusätzlichen Werttreiber.

Sven Gralla: Zudem bietet sich hier der Blick auf die grundlegenden makroökonomischen Mechanismen. Distressed Debt könnte man als natürlichen „Hedge“ zu Direct Lending bezeichnen.

Tim Glandien: Können Sie den Mechanismus genauer erläutern?

Sven Gralla: Sehr gerne. Direct Lending bietet einen natürlichen Schutz gegen die Zinsänderungsrisiken. Dieses zentrale Charakteristikum ergibt sich aus den zugrundeliegenden Kreditverträgen, die auf einer variablen Zinsbasis stehen – oft mit Floor, einer Absicherung gegen Negativzinsen. In einem extremen Szenario, in dem die Zinsen so stark ansteigen, dass die Unternehmen den Forderungen nicht mehr nachkommen können, bieten sich insbesondere Opportunitäten für Distressed Debt oder Special Situations. Daher sprechen wir gerne von der natürlichen Hedge-Beziehung. Gerade durch die aktuelle geopolitische Lage sollten sich Investoren auch Distressed Debt und Special Situations ansehen, um das Portfolio in Krisenzeiten zu stabilisieren und Ausgleichseffekte zu ermöglichen.

Matthias Mathieu: Das stimmt. Es bleibt jedoch abzuwarten, wie sich die auf Floating Rates strukturierten Kreditportfolios entwickeln werden. Ich persönlich denke, dass die kurz und mittelfristigen Zinsanpassungen in Europa moderater als in den USA ausfallen werden. Im Ergebnis werden Europäische Kreditnehmer weniger unter den steigenden Zinsen leiden als Amerikanische.

Tim Glandien: Vielen Dank für dieses spannende und interessante Gespräch und weiterhin viel Spaß auf der diesjährigen Alternative Investor Conference des BAI.

Das Interview wurde am 03.05.2022 auf der Alternative Investor Conference aufgenommen.

Autor und Kontakt:

BAI e.V.
+49 228 969870
www.bvai.de

Tim Glandien
Werkstudent, BAI e.V.

Private-Debt-Dachfonds gemäß Artikel 8 SFDR ohne nachhaltige Investitionen

Wollen Private-Debt-Fondsmanager einen Dachfonds mit Nachhaltigkeitsmerkmalen bewerben, müssen sie eine Reihe von Vorgaben beachten. Zu diesen gehören im Allgemeinen Art. 8 der Offenlegungsverordnung (Sustainable Finance Disclosure Regulation – SFDR) und im Besonderen die darauf aufbauenden technischen Regulierungsstandards (Regulatory Technical Standards - RTS), welche die Europäische Kommission im April 2022 vorgeschlagen hat.

Der Artikel zeigt auf, wie Fondsmanager die Vorgaben von SFDR und SFDR-RTS umsetzen können, auch wenn sie sich nicht zu nachhaltigen Investitionen verpflichten wollen. Bei der Wahl des Nachhaltigkeitsmerkmals sollten sie darauf achten, dass sich dafür Indikatoren finden lassen, die leicht zu definieren und nachzuweisen sind. Zumindest für in der Europäischen Union anlegende Dachfonds ist eine Mindestquote von Art.-8-Zielfonds eine unkomplizierte Lösung. Um alle Marktchancen zu nutzen, sollten Dachfonds jedoch zusätzlich die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen (principal adverse impacts - PAI) der Investitionen berücksichtigen.

Zudem behandelt der Artikel die wichtigsten Angaben, welche den SFDR-RTS zufolge in den vorvertraglichen Unterlagen, im Internet und in der regelmäßigen Berichterstattung zu machen sind. Um die Vielzahl der dafür nötigen Daten erheben und verarbeiten zu können, sollten Dachfondsmanager Zielfonds frühzeitig zur Datenlieferung in einem einheitlichen Format verpflichten.

Der Artikel geht auch auf die Besonderheiten von in Deutschland und Luxemburg belegenen Fonds ein.

1 Einleitung

Zu den großen Investmenttrends der jüngsten Vergangenheit zählt die Nachhaltigkeit, und dieser Trend hat auch die Anlageklasse „Private Debt“ erfasst: Investoren fragen vermehrt nachhaltige Produkte nach und die europäischen Aufsichtsbehörden stellen inzwischen weitreichende Anforderungen an die Nachhaltigkeitsberichterstattung durch die beaufsichtigten Institutionen. Besonders weit entwickelt sind in der Europäischen Union die Anforderungen an die Produkttransparenz. So gehen von Art. 8 der Offenlegungsverordnung (Sustainable Finance Disclosure Regulation – SFDR)¹ Vorgaben aus für Finanzprodukte, mit denen zumindest ein ökologisches oder soziales (Nachhaltigkeits-)Merkmal beworben wird. Diese Produkte sind von Finanzprodukten zu unterscheiden, die gemäß Art. 9 eine nachhaltige Investition anstreben („Impact“), und von denjenigen ohne Nachhaltigkeitsmerkmal oder -ziel gemäß Art. 6:



Dr. Daniel Maier,
Legal Counsel und
Compliance-Beauftragter,
YIELCO Investments AG

SFDR	Nachhaltigkeitsstrategie	PAI	Taxonomie
6 Braun	Keine	Nein	Nein
8 Hellgrün	Mit ökologischem oder sozialem Element	Nein	Ausweis des durchgerechneten Taxonomieanteils vorgeschrieben
8 plus Dunkelgrün	Mit ökologischem oder sozialem Element	Ja	
9 Impact	Ökologische oder soziale Ausrichtung	Ja	

Abb. 1: Einteilung der Finanzprodukte gemäß SFDR²

Dieser Artikel zeigt, welchen Spielraum die aufsichtsrechtlichen Regeln und praktischen Erfordernisse bei der Konzeption eines Art.-8-Produkts lassen. Es soll sich dabei um einen geschlossenen Private-Debt-Dachfonds für bestimmte, im Wesentlichen professionelle Anleger (Spezial-AIF) handeln, der keine nachhaltigen Investitionen tätigen will. Dabei wird zwischen den Vorgaben für die vorvertragliche Offenlegung und denjenigen für die regelmäßige Offenlegung unterschieden sowie ein Ausblick unter Berücksichtigung künftiger rechtlicher Entwicklungen gegeben.

2 Vorvertragliche Offenlegung (Emissionsdokument)

2.1 Rechtlicher Rahmen und praktische Orientierung

Die für einen Art.-8-Fonds geltenden Offenlegungspflichten teilen sich auf in die vorvertraglichen Informationen (Art. 6, 8), die Informationen auf der Internetseite (Art. 10) und diejenigen in regelmäßigen Berichten (Art. 11). Bei Spezial-AIFs stehen die vorvertraglichen Informationen im Emissionsdokument und die regelmäßigen Informationen im Jahresabschluss.

¹ Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor. Im Folgenden beziehen sich Artikelverweise ohne Nennung der Vorschrift auf diese Verordnung.

² Zu den Begriffen PAI und Taxonomie siehe unten Ziffern 2.2.3 bzw. 4.

Private-Debt-Dachfonds gemäß Artikel 8 SFDR ohne nachhaltige Investitionen

In allgemeiner Form beschreiben Art. 6, 8 Abs. 1 f., welche Informationen in das Emissionsdokument aufzunehmen sind. Dafür darf die Europäische Kommission gemäß Art. 8 Abs. 3 f. detaillierte Vorgaben machen. Dementsprechend hat sie nach Vorarbeiten des Gemeinsamen Ausschusses der Europäischen Aufsichtsbehörden (European Supervisory Authorities – ESAs) Anfang April 2022 technische Regulierungsstandards (Regulatory Technical Standards – RTS) einschließlich verbindlicher Muster (SFDR-RTS) vorgestellt.³ Die SFDR-RTS sollen von 2023 an gelten und treten in Kraft, wenn das Europäische Parlament und der Rat keine Einwände erheben. Unter dieser Annahme liegt es nahe, die Vorgaben der Art. 6 und 8 anhand der SFDR-RTS schon heute umzusetzen, soweit es geht.

2.2 Nachhaltigkeitsmerkmale

Im sich anschließenden Abschnitt „Nachhaltigkeitsmerkmale“ sind sowohl das beworbene Nachhaltigkeitsmerkmal als auch die Indikatoren, insbesondere Kennzahlen anzugeben, mit denen gemessen wird, inwieweit das Nachhaltigkeitsmerkmal verwirklicht worden ist.

2.2.1 Begriff und Arten von Nachhaltigkeitsmerkmalen

Die SFDR definiert das Nachhaltigkeitsmerkmal nicht. Es kann der Europäischen Kommission zufolge durch viele Vorgehensweisen erfüllt werden, z. B. Auswahl- und Ausschlussverfahren, Best-in-Class und thematisches Investieren. Dagegen besitzt ein Finanzprodukt nicht allein schon dann ein ökologisches Merkmal, wenn sein Risikomanagement gemäß der inzwischen wohl allgemeinen Erwartung die von Umweltveränderungen hervorgerufenen Risiken umfasst (z. B. wenn wegen des Klimawandels die Durchschnittstemperatur im Sommer und damit die Waldbrandgefahr steigt und das am Waldrand liegende Portfoliounternehmen bedroht).

Laut diesem Ausschnitt aus Anhang II SFDR-RTS müssen die Nachhaltigkeitsmerkmale festgeschrieben werden:

- **Worin bestehen die verbindlichen Elemente der Anlagestrategie, die für die Auswahl der Investitionen zur Erfüllung der beworbenen ökologischen oder sozialen Ziele verwendet werden?**

Abb. 2: Muster gemäß Anhang II SFDR-RTS, Abschnitt „Anlagestrategie“, Unterabschnitt „Verbindliche Elemente“

Über den Grad der Verbindlichkeit bestehen unterschiedliche Vorstellungen: Während der Luxemburger Finanzaufsicht (Commission de Surveillance du Secteur Financier – CSSF) wohl eine Selbstverpflichtung des Fondsmanagers und eine entsprechende Darstellung im Emissionsdokument ausreicht, scheint die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) inzwischen zu verlangen, dass die Nachhaltigkeitsmerkmale in die Anlagerichtlinien aufgenommen werden. Somit würde die Umstellung auf Art. 8 bei von der BaFin beaufsichtigten Fonds deren Genehmigung voraussetzen, während die in Luxemburg häufig als RAIF organisierten und damit nicht direkt beaufsichtigten Fonds dafür nur das Emissionsdokument ohne Abstimmung mit der CSSF ändern müssten. Wer Bestandsfonds auf Art. 8 umstellen will, dürfte daher in Deutschland mehr Zeit einzuplanen haben als in Luxemburg.

Zumindest in Luxemburg kann ein Fonds auf verschiedene Arten Nachhaltigkeitsmerkmale aufweisen: So dürfen seine Anlagerichtlinien vorschreiben, dass alle oder einige Beteiligungen einen Nachhaltigkeitsindikator erreichen. Genauso kann der Fondsmanager ein ESG-Scoring entwickeln und nur die Investitionsmöglichkeiten mit einer hohen Bewertung bei der Kapitalanlage berücksichtigen. Am wenigsten formell ist es, wenn der Manager beabsichtigt, die ESG-Anstrengungen der Beteiligungen regelmäßig abzufragen und Verbesserungen durch die Einflussnahme auf die Geschäftsführung zu bewirken.

Kriterien, die sich am Verhalten des Fondsmanagers oder an Kennzahlen der Portfoliounternehmen⁴ ausrichten, lassen sich auch auf Dachfonds übertragen. Dabei spielt es keine Rolle, ob das Kriterium für alle Zielfonds bzw. Portfoliounternehmen gilt (z. B. jährliche Erhöhung der Recyclingquote um 2 %) oder ob mit jedem Zielfonds ein individuelles Merkmal vereinbart wird. Letzteres bietet sich an, wenn die Zielfonds oder Portfoliounternehmen in verschiedenen Branchen tätig sind. Fonds können aber auch darauf verzichten, Nachhaltigkeitskriterien für die Haltedauer zu definieren und diese nur auf den Investitionszeitraum beziehen.

³ Delegierte Verordnung der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf technische Regulierungsstandards zur Festlegung der Einzelheiten des Inhalts und der Darstellung von Informationen in Zusammenhang mit dem Grundsatz der Vermeidung erheblicher Beeinträchtigungen, des Inhalts, der Methoden und der Darstellung von Informationen in Zusammenhang mit Nachhaltigkeitsindikatoren und nachteiligen Nachhaltigkeitsauswirkungen sowie des Inhalts und der Darstellung von Informationen in Zusammenhang mit der Bewertung ökologischer oder sozialer Merkmale und nachhaltiger Investitionsziele in vorvertraglichen Dokumenten, auf Internetseiten und in regelmäßigen Berichten, [https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/detail?ref=C\(2022\)1931&lang=de](https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/detail?ref=C(2022)1931&lang=de).

⁴ Portfoliounternehmen werden hier immer als Beteiligungsunternehmen des Zielfonds verstanden.

Private-Debt-Dachfonds gemäß Artikel 8 SFDR ohne nachhaltige Investitionen

Wenn das Nachhaltigkeitsmerkmal konkrete Vorgaben umfasst, sind diese in den Unterabschnitt „Nachhaltigkeitsindikatoren“ zu übernehmen. Besteht das Merkmal im Verhalten der Zielfondsmanager, liegen Kennzahlen mit qualitativem Einfluss nahe, z. B. die Zahl der Manager, die alle geforderten Maßnahmen umgesetzt haben. Die Kennzahlen sollten dabei so gewählt werden, dass sie aussagekräftig sind und von den Zielfonds geliefert werden können. Stellt sich heraus, dass sich Indikatoren schwer definieren oder erheben lassen, sollten die Nachhaltigkeitsmerkmale enger gefasst oder ihre Zahl verringert werden.

Die Fonds können auch Investitionen tätigen, die dem Nachhaltigkeitsmerkmal nicht dienen. In Anhang II SFDR-RTS wird zum Schaubild im Abschnitt „Vermögensallokation“⁵ erläutert, dass die Fonds sowohl den Mindestanteil der merkmalsdienlichen Investitionen angeben müssen als auch den Zweck des verbleibenden Teils des Portfolios. Dabei dürfen sie auch mit einem Anteil von merkmalsdienlichen Investitionen planen, der geringer als 100 %, aber größer als 0 % ist.

2.2.2 Zielfonds gemäß Artikel 8

Auch ein Dachfonds darf sich als Art.-8-gemäß bezeichnen, wenn er alle, einige oder auch nur einen seiner Zielfonds gemäß Art. 8 erwerben will. So ist nämlich sichergestellt, dass mindestens eine Portfolioinvestition merkmalsdienlich ist. Damit unterscheidet sich ein Dachfonds nicht von einem (Ziel-)Fonds, der dieselben Portfoliounternehmen direkt erwirbt. Marktteilnehmer berichten aber, dass die CSSF einen „erheblichen“ Anteil an Art.-8-Zielfonds erwartet, welcher nach einer Schilderung unter 50 % liegen kann, nach einer anderen zwei Drittel betragen muss. Solchen Aussagen zu vertrauen empfiehlt sich jedoch nicht: Wer sich auf eine kolportierte Quote verlässt, die dann vielleicht anders veröffentlicht oder nie angewandt wird, riskiert bei zu niedriger Quote einen Konflikt mit der Aufsichtsbehörde und bei hoher Quote einen Konflikt mit seinen Anlegern, wenn diese die Rendite vermindert.

Stattdessen sollte man sich an dem auch für die Aufsichtsbehörden geltenden Grundsatz der Produktwahrheit orientieren. Wenn sich ein Produkt ökologischer gibt, als es ist, und sich damit in Widerspruch zur Produktwahrheit gemäß Art. 12 Abs. 1 AIFMD setzt, spricht man von „Greenwashing“ (Grünfärberei). Ob sich dieser Begriff auch für irreführende soziale Merkmale und Ziele durchsetzt, bleibt abzuwarten. Greenwashing kann nicht nur aufsichts-, sondern auch wettbewerbs- und zivilrechtliche Folgen haben und ist daher nicht nur wegen des möglichen Rufschadens zu vermeiden. Es wird auch Finanzprodukten vorgeworfen, deren Werbeaussagen zu Finanzprodukten zwar in der Sache zutreffen, aber irreführen, weil sie der allgemeinen Erwartung der Verbraucher oder sonstiger Marktteilnehmer

widersprechen. Eine solche Erwartung hat sich bisher allerdings noch nicht gebildet; selbst die Berichte über Auffassungen von Aufsichtsbehörden weichen voneinander ab. Anstatt sich daran zu orientieren, sollten Dachfondsmanager ihre Art.-8-Fondsstrategie und damit auch den Mindestanteil an Art.-8-Zielfonds im Einklang mit den Erwartungen ihrer Anleger bestimmen.

Der Vorteil einer Anlagepolitik, die eine bestimmte Quote an Art.-8-Zielfonds vorgibt, liegt darin, dass der Dachfondsmanager nicht darauf angewiesen ist, dass ihm die Zielfonds Daten der Portfoliounternehmen geben. Vielmehr kann er anhand der Angaben und entsprechender Nachweise der Zielfonds selbst prüfen und darlegen, welche davon Art. 8 entsprechen und ob die Quote erfüllt ist. Wenn der Zielfonds (oder sein AIFM) unmittelbar der Aufsicht untersteht und sich als Art.-8-konform bezeichnet, sollte sich der Dachfonds auf diese Angabe verlassen dürfen.

2.2.3 Berücksichtigung von principal adverse impacts

Eine große Rolle unter den Art.-8-Maßstäben spielen die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren (principal adverse impacts – PAI), weil diese in den SFDR-RTS genau definiert und damit recht praktikabel sind. Dies gilt insbesondere für Finanzmarktteilnehmer mit mehr als 500 Mitarbeitern, denn diese müssen gemäß Art. 4 Abs. 1, 3 f. die PAI ihrer Unternehmenstätigkeit berücksichtigen. Solche großen Private-Debt-Manager sind zwar selten, und sie können gemäß Art. 7 bei einem Fonds unter Angabe von Gründen darauf verzichten, PAI zu berücksichtigen. Umgekehrt kann aber ein Fondsanbieter Fonds-PAI berücksichtigen, obwohl er die PAI seiner Unternehmenstätigkeit nicht beachtet. Mit der Berücksichtigung der PAI eines Fonds wird dieser zu einem Art.-8-Produkt.⁶

Anhang I SFDR-RTS stellt auf die PAI ab, die von den Beteiligungsunternehmen ausgehen. Dachfonds beteiligen sich unmittelbar an Zielfonds und finanzieren über diese mittelbar die Portfoliounternehmen. Da die SFDR aber Auswirkungen nicht nur der unmittelbaren, sondern auch der mittelbaren Finanzierung zum Gegenstand haben soll, liegt es nahe, als Beteiligungsunternehmen die Beteiligungen der Zielfonds zu verstehen.

⁶ Vgl. Gemeinsamer Ausschuss der ESAs, Final Report on draft Regulatory Technical Standards with regard to the content, methodologies and presentation of disclosures pursuant to Article 2a(3), Article 4(6) and (7), Article 8(3), Article 9(5), Article 10(2) and Article 11(4) of Regulation (EU) 2019/2088, S. 30 (Art. 17), https://www.eiopa.europa.eu/document-library/report/final-report-draft-regulatory-technical-standards_en. So wohl auch Europäische Kommission, Question related to Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088), S. 8, <https://www.esma.europa.eu/document/ec-qa-sustainability-related-disclosures>. Dagegen wohl Deloitte, What to consider for Article 8 Funds based on the draft regulatory technical standard issued by the European Supervisory Authorities (“ESAs”) on 4 February 2021, S. 2, https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ie/Documents/Audit/IE_SustainableFinanceDisclosureReg_Article8Funds.pdf.

⁵ Siehe unten Ziffer 2.4.

Private-Debt-Dachfonds gemäß Artikel 8 SFDR ohne nachhaltige Investitionen

Damit muss der Dachfonds nicht die PAI des Zielfonds (-managers) berücksichtigen, sondern diejenigen der Portfoliounternehmen.

Es ist zu erwarten, dass PAI schnell weiter an Bedeutung gewinnen, weil Anlageberater seit dem 02.08.2022 ihre Kunden nach deren Nachhaltigkeitspräferenzen fragen müssen. Die Kunden können dann den Nachhaltigkeitsanteil ihres Portfolios festlegen. Diese nachhaltigen Kapitalanlagen müssen taxonomiekonform oder nachhaltig gemäß Art. 2 Abs. 17 sein oder wenigstens PAI berücksichtigen. Damit dürften viele Anleger bald auch bei Art.-8-Produkten ohne nachhaltige Investitionen die PAI-Berücksichtigung erwarten, zumal diese für Art.-9-Produkte vorgeschrieben ist.

2.3 Gute Unternehmensführung

Ein Art.-8-Fonds muss nicht nur ein Nachhaltigkeitsmerkmal aufweisen, sondern darf auch nur in gut geführte Unternehmen investieren. Deswegen hat er das Vorgehen bei der Bewertung der guten Unternehmensführung in den Beteiligungsunternehmen zu veröffentlichen:

- **Wie werden die Verfahrensweisen einer guten Unternehmensführung der Unternehmen, in die investiert wird, bewertet?** *[Fügen Sie eine kurze Beschreibung der Politik zur Bewertung der Verfahrensweisen einer guten Unternehmensführung der Unternehmen, in die investiert wird, hinzu.]*

Abb. 3: Muster gemäß Anhang II SFDR-RTS, Abschnitt „Anlagestrategie“, Unterabschnitt „Gute Unternehmensführung“

Aus der großen Bedeutung, die den Finanzierern für die Verwirklichung guter Unternehmensführung zugemessen wird, sollte sich ergeben, dass auch bei Dachfonds nicht der Zielfonds als Beteiligungsunternehmen angesehen wird, sondern in diesem Zusammenhang das Portfoliounternehmen. Der Dachfonds muss also über den Zielfonds sicherstellen, dass die Portfoliounternehmen gut geführt werden.

Der Begriff der guten Unternehmensführung lässt sich in der SFDR allenfalls aus den Beispielen des Art. 2 Nr. 17 herleiten: solide Managementstrukturen, Beziehungen zu den Arbeitnehmern, Vergütung von Mitarbeitern, Einhaltung der Steuervorschriften. Die Maßstäbe dafür muss der Fondsmanager aber selbst festlegen. Praktisch wäre es für den Dachfonds, wenn alle Zielfonds dieselben Kriterien an die gute Unternehmensführung anlegen würden. Da dies aber unrealistisch ist, sollte es ausreichen, wenn die Zielfonds dem Dachfonds

melden, wie die Portfoliounternehmen gute Unternehmensführung praktizieren. Da sich die Europäische Union als Wertegemeinschaft versteht, liegt es nahe, dass Unternehmen dort gute Unternehmensführung praktizieren müssen. Noch überzeugender erscheint es aber, sich aus dem Katalog der PAI für Sozial- und Arbeitnehmerfragen, die Achtung der Menschenrechte und die Bekämpfung von Korruption und Bestechung zu bedienen.

2.4 Vermögensallokation

Von den anderen Abschnitten von Anhang II soll hier nur kurz der Abschnitt „Vermögensallokation“ aufgegriffen werden:

Welche Vermögensallokation ist für dieses Finanzprodukt geplant? *[Fügen Sie eine erläuternde Beschreibung der Investitionen des Finanzprodukts, einschließlich des Mindestanteils der Investitionen des Finanzprodukts hinzu, die zur Erfüllung der mit dem Finanzprodukt beworbenen ökologischen oder sozialen Merkmale gemäß den verbindlichen Elementen der Anlagestrategie verwendet werden, und des Mindestanteils der nachhaltigen Investitionen, soweit für dieses Finanzprodukt eine Verpflichtung zu nachhaltigen Investitionen besteht, sowie des Zwecks des verbleibenden Anteils der Investitionen, einschließlich einer Beschreibung etwaiger ökologischer oder sozialer Mindestschutzmaßnahmen.]*

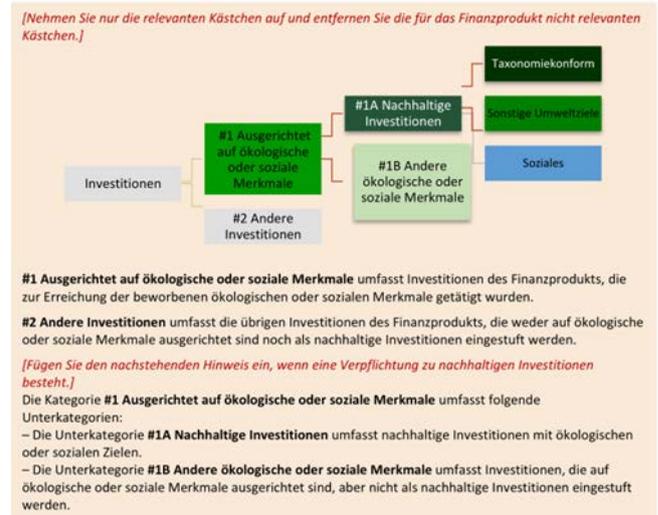


Abb. 4: Muster gemäß Anhang II SFDR-RTS, Abschnitt „Vermögensallokation“

Bei einem Fonds ohne nachhaltige Investitionen kommen nur zwei Kategorien in Frage: Investitionen, die dem Nachhaltigkeitsmerkmal dienen sollen, ohne nachhaltig zu sein (Unterkategorie „#1B Andere ökologische oder soziale Merkmale“ aus der Kategorie „#1 Ausgerichtet auf ökologische oder soziale Merkmale“), und die anderen (nicht merkmalsdienlichen) Investitionen (Kategorie „#2 Andere Investitionen“).

Private-Debt-Dachfonds gemäß Artikel 8 SFDR ohne nachhaltige Investitionen

3 Regelmäßige Offenlegung

3.1 Internetseite

Die Europäische Kommission hat kein Muster für die Angaben auf der Internetseite vorgeschlagen, diese aber dennoch im Detail in Art. 24-36 SFDR-RTS beschrieben. Die für Art.-8-Produkte maßgeblichen Elemente sind:

- a. Zusammenfassung
- b. Kein nachhaltiges Investitionsziel
- c. Ökologische oder soziale Merkmale des Finanzprodukts
- d. Anlagestrategie
- e. Aufteilung der Investitionen
- f. Überwachung der ökologischen oder sozialen Merkmale
- g. Methoden
- h. Datenquellen und -verarbeitung
- i. Beschränkungen hinsichtlich der Methoden und Daten
- j. Sorgfaltspflicht
- k. Mitwirkungspolitik
- l. Bestimmter Referenzwert (soweit ein Index als Referenzwert für die mit dem Finanzprodukt beworbenen ökologischen oder sozialen Merkmale bestimmt wurde)

Dabei beziehen sich die Buchst. a-e auf Angaben, die sich schon im Emissionsdokument finden. Die Buchst. f-k geben aber dazu Anlass, sich mit den Besonderheiten von Dachfonds auf der einen und Private Debt auf der anderen Seite zu befassen: Dabei beziehen sich die Buchst. f-j auf die Nachhaltigkeitsmerkmale und die Erhebung der damit verbundenen Daten.

Bei der „Überwachung der ökologischen oder sozialen Merkmale“ ist gemäß Art. 30 SFDR-RTS darzustellen, wie diese Merkmale anhand von Indikatoren während der Produktlaufzeit überwacht werden. Solange ein Dachfonds seine Nachhaltigkeitsindikatoren nur auf die Zielfonds bezieht (z. B. Mindestanteil von Art.-8-Produkten), hat er nur sicherzustellen, dass deren Manager ihm diese Informationen über die eigenen Fonds liefern. Sobald sich das Nachhaltigkeitsmerkmal aber auf die Portfoliofinanzierungen bezieht, ist der Dachfonds zumindest mittelbar auch auf Informationen der Zielfonds angewiesen.

Informationspflichten kennen Fondsmanager und Portfoliounternehmen von der finanziellen Berichterstattung. Die neuen Anforderungen der nichtfinanziellen, nachhaltigkeitsbezogenen Berichterstattung zwingen die Dachfonds dazu, sich von den Zielfonds zusichern zu lassen (z. B. in Sidelettern), dass die Portfoliounternehmen den Zielfonds nachhaltigkeitsbezogene Informationen liefern und dass die Zielfonds diese Informationen an den Dachfonds weitergeben. Das Kaskadenproblem lässt sich aber nicht immer

lösen: Wenn der Dachfonds schon investiert ist oder der Zielfondsmanager sich nicht auf die Informationsverpflichtung einlässt, weil er eine andere Nachhaltigkeitsstrategie verfolgt oder nicht in der Europäischen Union sitzt, kann der Dachfonds die Verpflichtung nicht durchsetzen. In solchen Fällen schätzt er die Daten maßvoll und weist gemäß Art. 32 Buchst. d SFDR-RTS den Anteil der geschätzten Daten aus. Die Datenverdichtung ist bei Private-Debt-Dachfonds im Vergleich zu anderen Anlageklassen wie Private Equity oder Infrastruktur recht aufwendig, weil die Zahl der Finanzierungen durch die Zielfonds besonders hoch ist.

Artikel 34 SFDR-RTS fordert zudem, die Prüfung der Nachhaltigkeitsmerkmale zu beschreiben, einschließlich deren interner und externer Prüfung. Die von den Mitgliedsstaaten vorgeschriebenen Prüfungsintensitäten dürften variieren. Die für deutsche (Ziel-)Fonds vorgeschriebene umfassende Prüfung sollte es Dachfonds erlauben, sich ausschließlich auf den Bericht des Wirtschaftsprüfers zu verlassen.

Schließlich soll gemäß Art. 35 SFDR-RTS dargestellt werden, ob und nach welchen Grundsätzen der Dachfonds darauf einwirkt, die Nachhaltigkeitsmerkmale zu erreichen. Gerade Dachfonds müssen von solchen Einwirkungsmöglichkeiten Gebrauch machen, weil die Zielfonds häufig bei Zeichnung noch nicht ausinvestiert sind (Blind-pool), so dass die Gefahr besteht, dass der Zielfondsmanager seinen ESG-Auswahlprozess oder gar die Anlagerichtlinien außer Acht lässt. Dies unterscheidet Private-Debt-Dachfonds aber nicht von Dachfonds anderer Anlageklassen, weil alle unabhängig von der Finanzierungsart der Portfoliounternehmen oder -objekte den Zielfonds Eigenkapital zur Verfügung stellen. Bei der Einwirkung des Zielfonds auf die Portfoliounternehmen macht sich dagegen die Besonderheit der Fremdkapitalfinanzierung bemerkbar, da Fremdkapitalgeber nur wenig Einfluss auf die Geschäftsführung haben. Sie können jedoch Anreize setzen und z. B. Zinsnachlässe anbieten, wenn das Unternehmen vorab vereinbarte ESG-Ziele einhält. Der Einfluss hängt aber auch von der Größe und Struktur der Finanzierung ab: Finanziert sich das Unternehmen nur über einen oder zwei Darlehensgeber, finden diese durchaus Gehör bei der Geschäftsführung.

3.2 Jahresabschluss

Die Anleger sind im Jahresabschluss über die Erfüllung der Nachhaltigkeitsmerkmale zu informieren. Der entsprechende Anhang IV SFDR-RTS wird für im Jahr 2023 veröffentlichte Jahresabschlüsse unabhängig vom Berichtszeitraum maßgeblich sein. Da es sich bei allen abgefragten Werten um Bestandszahlen handelt, sollten außer bei PAI Werte zum Ende des Berichtszeitraums zugrunde gelegt werden.

Private-Debt-Dachfonds gemäß Artikel 8 SFDR ohne nachhaltige Investitionen

Der Anhang zum Jahresabschluss soll vor allem darstellen, ob die Zielwerte der Kriterien der Nachhaltigkeitsmerkmale aus dem Anhang zum Emissionsdokument erreicht wurden, und sie mit den Vorjahreswerten vergleichen, sofern sinnvoll. Insoweit stimmen große Teile der beiden Anhänge überein. Erwähnenswert ist, dass beim Jahresabschluss nicht mehr die Anlagestrategie, sondern die größten Investitionen darzustellen sind. Zudem muss ein Art.-8-Dachfonds, der keine nachhaltigen Investitionen anstrebt, aber dennoch solche getätigt hat, diese zumindest dann angeben, wenn sie taxonomiekonform sind. Eine Pflicht zum Ausweis nachhaltiger oder gar taxonomiekonformer Investitionen besteht gemäß Art. 55 SFDR-RTS zwar nur bei Fonds, die sich zu nachhaltigen Investitionen verpflichtet haben. Diese Einschränkung macht Art. 5 Buchst. b i. V. m. Art. 6, 27 Abs. 2 Taxonomieverordnung (EU-Verordnung 2020/852) jedoch nicht.⁷ Danach müssen alle Art.-8-Produkte ab 2022 den Anteil taxonomiekonformer Anlagen angeben.⁸

4 Ausblick

Nicht nur der Markt, sondern auch die Rechtslage ist in Bewegung. Die damit verbundene Unsicherheit über das sinnvolle Vorgehen lässt sich verringern, indem künftige Entwicklungen in den Blick genommen werden. Unter diesem Gesichtspunkt soll zum Abschluss die Reform der CSR-Richtlinie (Non-Financial Reporting Directive – NFRD) betrachtet werden, die zur Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) führen soll.⁹ Schon gemäß NFRD müssen über 10.000 EU-Unternehmen seit 2022 den taxonomiefähigen Anteil ihrer Umsätze und Kapitalanlagen im Jahresabschluss ausweisen. Taxonomiefähig sind Wirtschaftstätigkeiten, die gemäß dem Katalog

der Technischen Bewertungskriterien einen wesentlichen Beitrag zu einem Umweltziel der Taxonomie leisten.¹⁰ Ab 2023 müssen Nicht-Finanzunternehmen, ab 2024 auch Finanzunternehmen den taxonomiekonformen Anteil offenlegen. Dazu muss die Wirtschaftstätigkeit nicht nur taxonomiefähig sein, sondern auch die erhebliche Beeinträchtigung eines anderen Umweltziels unterlassen und den sog. Mindestschutz gewährleisten. Somit werden in Kürze viele Anleger Taxonomiedaten von ihren Fondsmanagern und Anlageberatern verlangen. Mit der CSRD werden ungefähr 50.000 Unternehmen die Taxonomiekonformität ihrer Umsätze und Kapitalanlagen für Geschäftsjahre ab 2025 berichten müssen.

Um die Daten verschiedener Quellen mit sinnvollem Aufwand verarbeiten zu können, werden sich die Anleger Dienstleistern bedienen oder die Datenlieferung gemäß einem (eigenen) Muster verlangen. Ähnlich dem TPT¹¹ für große Versicherer wird gerade von FinDataEx¹² ein European ESG Template (EET) entwickelt. Das EET umfasst Angaben sowohl zur Taxonomiekonformität als auch zu PAI. Ein solches Muster bietet sich nicht nur für Endanleger an, sondern in noch höherem Maße für Dachfondsmanager. Diese müssen nämlich die Daten vom Zielfonds zum Anleger transportieren. Deswegen sollten Dachfonds bei Anlegern das EET bewerben und mit Zielfonds möglichst die Verwendung des EET per Sideletter vereinbaren.

Mit der erhöhten Verfügbarkeit von Taxonomiedaten dürfte das Interesse der Öffentlichkeit und damit der Anleger daran steigen. Auch ein Art.-8-Produkt ohne nachhaltige Investitionen wird diese Daten bereitstellen, doch fragt sich, ob eine Taxonomiekonformität

7 Taxonomieverordnung bezeichnet die Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088.

8 Gemeinsamer Ausschuss der ESAs, Updated Joint ESA Supervisory Statement on the application of the Sustainable Finance Disclosure Regulation, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-issue-updated-supervisory-statement-application-sustainable-finance>, Tz. 6, S. 7 f.; Broome, EU Taxonomy in Limbo - Reporting Alignment of Article 8 and 9 Funds in 2022, <https://www.sustainalytics.com/esg-research/resource/investors-esg-blog/eu-taxonomy-alignment-of-article-8-and-9-funds-reporting>; "Article 8 and 9 products (as defined in the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)) need to disclose the proportion of investments that contribute to the first two objectives of the EU Taxonomy". Loyens & Loeff, The additional Taxonomy Regulation disclosures for climate objectives: the kick-off, <https://www.loyensloeff.com/insights/news-events/news/the-additional-taxonomy-regulation-disclosures-for-climate-objectives-the-kick-off/>. Dagegen Naeem/Maconick/Havard-Williams/Bernard/Ballegeer/Zeibig, European Commission adopts Final RTS under SFDR, <https://sustainablefutures.linklaters.com/post/102hmbf/european-commission-adopts-final-rt-s-under-sfdr>.

9 Guter Überblick über NFRD und CSRD bei KPMG, Corporate Sustainability Reporting Directive – What the new CSRD means for you, <https://home.kpmg/ie/en/home/insights/2021/04/corporate-sustainability-reporting-directive-csrd.html>. NFRD bezieht sich auf die Richtlinie 2014/95/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2014 zur Änderung der Richtlinie 2013/34/EU im Hinblick auf die Angabe nichtfinanzieller und die Diversität betreffender Informationen durch bestimmte große Unternehmen und Gruppen. CSRD bezieht sich auf den Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinien 2013/34/EU, 2004/109/EG und 2006/43/EG und der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 hinsichtlich der Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen, gemäß der „Allgemeinen Ausrichtung“ des Europäischen Rates, <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-6292-2022-INIT/en/pdf>.

10 Die Begriffe Taxonomiefähigkeit und -konformität sind definiert in Art. 1 Nr. 5, 10 EU-VO 2021/2178. Die technischen Bewertungskriterien finden sich in der EU-VO 2021/2139.

11 Dreiseitiges Muster für Solvency II (Solvency II Tripartite template).

12 Financial Data Exchange Templates.

Private-Debt-Dachfonds gemäß Artikel 8 SFDR ohne nachhaltige Investitionen

von 0 % künftig attraktiv für Anleger sein wird, denn insoweit ist ein Art.-6-Fonds nicht schlechter. Spätestens mit der CSRD dürften sich die Anleger nicht mehr mit einer Einstufung nach Art. 8 oder 9 zufriedengeben, sondern fragen, wieviel der Fonds zur Taxonomiekonformität ihres Portfolios beiträgt. Die Umstellung auf Art. 8 dürfte damit nur ein erster Schritt für viele (Dach-)Fondsmanager sein, ihr Produktportfolio auf die nachhaltige Welt auszurichten.

Kontakt und Autor:

YIELCO Investments AG
Promenadeplatz 12/3
80333 München
Deutschland
www.yielco.com

Dr. Daniel Maier
Legal Counsel und Compliance-Beauftragter
Tel.: +49 (0) 892323929740
E-Mail: daniel.maier@yielco.com

Impressum

Jahrgang 22 – Ausgabe IV

Verantwortliche Redakteure:

Frank Dornseifer
Christina Gaul

Erscheinungsweise:

alle 2 Monate

BAI e.V. · Poppelsdorfer Allee 106 · D-53115 Bonn
Tel. +49 - (0) 228 - 969870 · Fax +49 - (0) 228 - 9698790

www.bvai.de

info@bvai.de

Haftungsausschluss

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

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

Satz & Layout

SimpleThings GmbH
Münsterstraße 1 · 53111 Bonn
www.simplethings.de
info@simplethings.de

Aktuelle Chancen an den öffentlichen und privaten Kreditmärkten

Dan Ivascyn, Group CIO bei PIMCO, erklärt, welche Chancen sich derzeit an den Kreditmärkten auftun und wie PIMCOs Netzwerk und Ressourcen sowohl auf den öffentlichen als auch den privaten Märkten dafür sorgen, dass PIMCO über eine einzigartige Pole Position verfügt, um die aktuellen Chancen über das gesamte Liquiditätsspektrum hinweg beim Schopfe zu packen.

Wann immer es einen signifikanten Wandel im Denken der Anleger gibt im Hinblick auf ökonomische Risiken und Kredit-Risiken, tendiert der öffentlich zugängliche Markt dazu, die Kreditmärkte insgesamt niedriger zu bewerten. Wenn wir nun die Chancen an den öffentlichen Märkten vergleichbaren Chancen an den privaten Märkten gegenüberstellen, dann erkennen wir: Es gibt für dasselbe Risiko an den öffentlichen Märkten deutlich mehr Rendite.

Investoren sollten deshalb damit beginnen, sich viel stärker an den öffentlichen Märkten zu engagieren. Das beinhaltet sogar das Umschichten von Investments von privat orientierten Strategien in eben jene Bereiche, die zuletzt deutlich hinter dem Markt zurückgeblieben waren. Gleichzeitig sollten sich Anleger auf das vorbereiten, was wir als eine Chance erachten, die sich nur alle paar Jahre bietet: Die Verwerfungen an den breiteren Märkten für Unternehmenskredite bieten ungeahnte Möglichkeiten.

Chancen benötigen mitnichten immer eine Krise. Es genügt schon die Reaktion auf ein sich deutlich abschwächendes Wachstum und die Gefahr einer leichten bis moderaten Rezession. Wir glauben: Anleger sollten zügig auf diesen bedeutsamen Bewertungsschock an den öffentlichen Märkten reagieren. Gleichzeitig sollten sie bei Engagements an den privaten Märkten vorsichtig und geduldig vorgehen. Unter dem Strich gilt jedoch: Es dürfte sich lohnen, sich auf die Chancen an den öffentlichen UND privaten Märkten vorzubereiten und zu fokussieren.

[Klicken Sie hier](#), um die Argumentation im Video anzusehen.



Dan Ivascyn,
Group CIO bei PIMCO

Kontakt:

PIMCO Europe GmbH
Seidlstraße 24-24a
80335 München
Tel.: +49 89 26209 6000
E-Mail: ALTS_GE@pimco.com

Aktuelle Chancen an den öffentlichen und privaten Kreditmärkten

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie und kein zuverlässiger Indikator für künftige Ergebnisse.

Aussagen zu Trends an den Finanzmärkten oder Portfoliostrategien basieren auf den aktuellen Marktbedingungen, die Schwankungen unterliegen. Es wird keinerlei Gewähr dafür übernommen, dass die angegebenen Anlagestrategien in jedem Marktumfeld erfolgreich durchsetzbar und für alle Anleger angemessen sind. Anleger sollten daher ihre Möglichkeiten eines langfristigen Engagements insbesondere in Phasen rückläufiger Märkte überprüfen. Anleger sollten vor einer Anlageentscheidung ihren Anlageexperten konsultieren. Ausblick und Strategien können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden.

Hierin enthaltene Prognosen, Schätzungen und bestimmte Angaben basieren auf eigener Recherche und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung für ein bestimmtes Wertpapier, eine Strategie oder ein Anlageprodukt dar. Es wird nicht garantiert, dass diese Ergebnisse erzielt werden.

Alle Anlagen bergen Risiken und können an Wert verlieren. Investments in den **Anleihenmarkt** unterliegen Markt-, Zins-, Emittenten-, Kredit-, Inflations- und Liquiditätsrisiken. Der Wert der meisten Anleihen und Anleihenstrategien wird durch Änderungen der Zinssätze beeinflusst. Anleihen und Anleihenstrategien mit längerer Laufzeit sind tendenziell empfindlicher und volatiler als Anleihen mit kürzerer Laufzeit. Die Anleihenurse fallen im Allgemeinen mit steigenden Zinssätzen. Ein Umfeld niedriger Zinsen erhöht dieses Risiko. Eine Herabstufung der Bonität des Anleihenkontrahenten kann zu einer verringerten Marktliquidität und einer erhöhten Preisvolatilität führen. Anleihen-Investments können bei Fälligkeit mehr oder weniger wert sein als das ursprünglich eingesetzte Kapital. Erträge aus **Kommunalanleihen** sind von der US-Bundeseinkommenssteuer befreit und können staatlichen und lokalen Steuern und manchmal der alternativen Mindeststeuer unterliegen. **Hypotheken- und forderungsbesicherte Wertpapiere** können empfindlich auf Zinsänderungen reagieren, unterliegen dem Risiko einer vorzeitigen Rückzahlung und werden zwar im Allgemeinen von einem staatlichen, behördlichen oder privaten Garanten gestützt, aber es gibt keine Garantie, dass der Garant seinen Verpflichtungen nachkommen wird. Verweise auf Agency- und Non-Agency-Hypothekenspanien beziehen sich auf in den Vereinigten Staaten ausgegebene Hypotheken. **Hochverzinsliche Wertpapiere** mit niedrigerem Rating sind mit einem höheren Risiko verbunden als Wertpapiere mit höherem Rating; Portfolios, die in diese Wertpapiere investieren, können einem höheren Kredit- und Liquiditätsrisiko ausgesetzt sein als Portfolios, die dies nicht tun. Anlagen in auf ausländische Währungen lautenden und/oder im Ausland ansässigen Wertpapieren können aufgrund von Währungsschwankungen sowie wirtschaftlichen und politischen Risiken, die in Schwellenländern verstärkt auftreten können, mit einem erhöhten Risiko verbunden sein. **Bankdarlehen** sind häufig weniger liquide als andere Arten von Schuldtiteln, und die allgemeinen Markt- und Finanzbedingungen können die vorzeitige Rückzahlung von Bankdarlehen beeinflussen, so dass die vorzeitigen Rückzahlungen nicht mit Sicherheit vorhergesagt werden können. Es

gibt keine Gewähr dafür, dass die Verwertung von Sicherheiten eines besicherten Bankkredits die Verpflichtungen des Kreditnehmers erfüllen würde oder dass solche Sicherheiten verwertet werden können. **Allgemeine Risiken bei privaten Strategien:** Die Strategien sind mit einem hohen Risiko verbunden, und potenzielle Anleger werden darauf hingewiesen, dass diese Strategien nur für Personen mit ausreichenden finanziellen Mitteln geeignet sind, die keinen Bedarf an Liquidität in Bezug auf ihre Anlage haben und das wirtschaftliche Risiko, einschließlich des möglichen vollständigen Verlusts, ihrer Anlage tragen können. Alle Anlagen sind mit Risiken verbunden und können an Wert verlieren.

Diese Veröffentlichung gibt die Meinungen des Verfassers wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. Das vorliegende Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung für ein bestimmtes Wertpapier, eine Strategie oder ein Anlageprodukt dar. Die hier enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die wir für zuverlässig halten; es wird jedoch keine Gewähr übernommen.

PIMCO bietet die eigenen Dienstleistungen ausschließlich qualifizierten Institutionen und Anlegern an.

PIMCO Europe GmbH (HRB 192083, Seidlstr. 24-24a, 80335 München, Deutschland), **PIMCO Europe GmbH Italian Branch** (Gesellschaftsregister Nr. 10005170963), **PIMCO Europe GmbH Irish Branch** (Unternehmensnr. 909462), **PIMCO Europe GmbH UK Branch (Unternehmensnr. BR022803)** und **PIMCO Europe GmbH Spanish Branch (N.I.F.W2765338E)** sind in Deutschland von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24–28, 60439 Frankfurt am Main) gemäß § 15 des Gesetzes über das Wertpapierinstitutsgesetz (WpIG) zugelassen. Die italienische Niederlassung, die irische Niederlassung, die britische Niederlassung und die spanische Niederlassung werden zusätzlich beaufsichtigt durch: (1) Italienische Zweigstelle: die Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) gemäß Artikel 27 des italienischen Finanzgesetzes; (2) Irische Zweigstelle: die Central Bank of Ireland gemäß Verordnung 43 der European Union (Markets in Financial Instruments) Regulations 2017 in der jeweils gültigen Fassung; (3) Britische Zweigstelle: die Financial Conduct Authority; und (4) die spanische Zweigstelle: die Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) in Übereinstimmung mit den in den Artikeln 168 und 203 bis 224 festgelegten Verpflichtungen sowie den in Tile V, Abschnitt I des Gesetzes über den Wertpapiermarkt (LSM) und in den Artikeln 111, 114 und 117 des Königlichen Dekrets 217/2008 enthaltenen Verpflichtungen. **PIMCO (Schweiz) GmbH (registriert in der Schweiz, Unternehmensnr. CH-020.4.038.582-2)**. Die bereitgestellten Leistungen von PIMCO (Schweiz) GmbH stehen Privatanlegern nicht zur Verfügung, und diese sollten sich nicht auf die vorliegende Mitteilung verlassen, sondern ihren Finanzberater kontaktieren. [Ohne ausdrückliche schriftliche Erlaubnis darf kein Teil dieser Materialien in irgendeiner Form vervielfältigt oder in anderen Publikationen zitiert werden. PIMCO ist in den Vereinigten Staaten von Amerika und weltweit eine Marke von Allianz Asset Management of America L.P. ©2022, PIMCO

Extracting Investor Value From Banks' Core Loan Portfolios

The risk-limit and capital adequacy constraints facing banks are well documented and have spurred the growth of the direct lending market in Europe over the past decade. Banks have considerably reduced their exposure to middle-market leveraged lending and other highly capital-intensive and arguably non-strategic businesses.

For some asset classes, however, banks want to continue lending due to the ancillary revenues they get from corporate finance, cash management, FX etc. This is the case for example of large corporate lending (typically investment grade or cross-over) and SME financing in the bank's domestic market.

Although banks want to retain their market-leading position in these asset classes, they remain constrained by capital in the light of progressively more onerous requirements prescribed by regulators (current transition to Basel 4).

Bank risk sharing transactions (also known as bank 'regulatory capital' or SRT¹ transactions) have existed for over twenty years but have witnessed significant growth in the past five years thanks to a greater adoption of the instrument by banks and supportive regulatory developments.²

These transactions are structured as junior tranches (either first-loss or junior mezzanine) of loans originated and serviced by banks. By hedging a portion of their balance sheet risk, banks free up capital which enables them to continue lending. Investors in these transactions benefit from access to highly-diversified loan portfolios underwritten and held by banks and attractive spreads currently in the 8-10% area³.

In this article we provide an introduction to SRT transactions, their motivations and structures and present a snapshot of their growing market. We then focus on the value that investors can extract from these assets and why we expect them to perform well even in periods of credit stress.

Before doing so, we consider what options are available to a bank seeking to strengthen its capital ratios in the context of asset growth or higher regulatory capital requirements. We show that SRT transactions can often be an attractive option for banks to achieve their capital goals.

Maintaining and Improving Bank Capital Ratios – The Alternatives

Bank Risk Sharing (SRT) transactions are most frequently driven by the desire of a bank to maintain or improve its capital ratios. Simply put,



Dr. Olivier Renault,
Managing Director
Head of Risk Sharing Strategy,
Pemberton Capital Advisors LLP

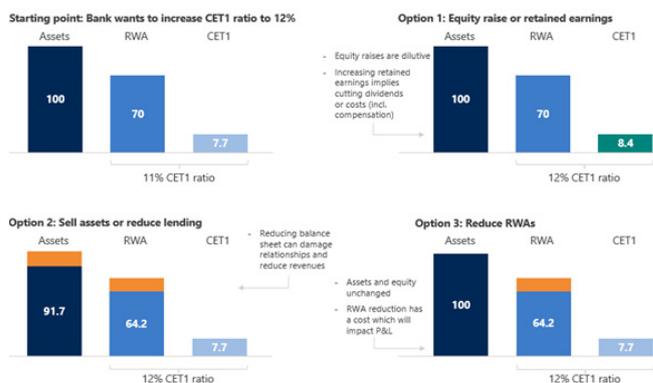
Basel capital ratios are calculated by dividing the amount of capital on the bank's balance sheet by the notional of the bank's exposures weighted by risk factors (see Box 1 for more details).

A bank facing pressure on its capital ratios therefore has 3 levers:

1. Increasing the amount of capital it holds either by raising capital in the market or through retained earnings,
2. Decreasing the size of its exposures on balance sheet, or
3. Reducing the risk weighting of its assets.

These alternatives are illustrated on Figure 1. Raising equity capital or reducing dividends tend to be unpopular with shareholders and banks avoid them unless they are forced to do so by regulators. Decreasing balance sheet size by reducing lending or selling loans, on the other hand, can create relationship issues with borrowers and is not conducive to growth. This leaves the third option – risk weight reduction – as potentially favoured: This is the motivation for SRT transactions which allow banks to keep their loans on balance sheet whilst reducing their capital intensity.

Figure 1: Improving Bank Capital Ratios – The Alternatives



1 Significant Risk Transfer (SRT) is the regulatory terminology for these types of hedging transactions. We will use this acronym in the remainder of the article to denote portfolio hedging transactions designed to free up risk and capital capacity for banks.

2 Source: SRT Chronicles, Pemberton Asset Management, February 2022

3 Source: Pemberton analysis based on sample of transactions for which pricing information was available.

Extracting Investor Value From Banks' Core Loan Portfolios

Box 1: Bank Regulatory Capital ratios ('Basel' ratios)

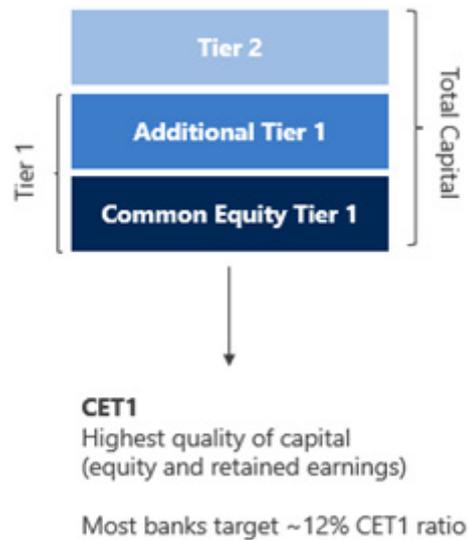
Regulators require banks to maintain various capital ratios above prescribed minimums.

Risk-based capital ratios are typically calculated as:

$$\text{Capital Ratio} = \frac{\text{Capital}}{\text{Risk-Weighted Assets}}$$

Where risk-weighted assets (RWA) measure the bank's balance sheet exposure to various risks, weighted by a risk factor.

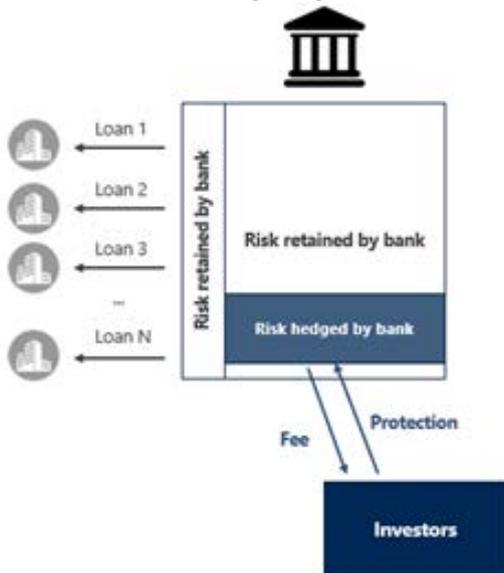
For a loan, $RWA = \text{Exposure_at_Default} \times \text{Risk_Weight}$, where the RW is either calculated using the bank's internal estimates of riskiness (probability of default, loss given default), or using standardised buckets specified by the regulator (e.g. mortgages = 20%, unrated corporate loan = 100%...)



What are Bank Risk Sharing (SRT) Transactions?

SRT transactions can be seen as diversified loan portfolio sub-participations. By hedging a portion of its loan book, a bank can de-risk its exposures and benefit from a lower risk weight on its loans and therefore a lower capital consumption.

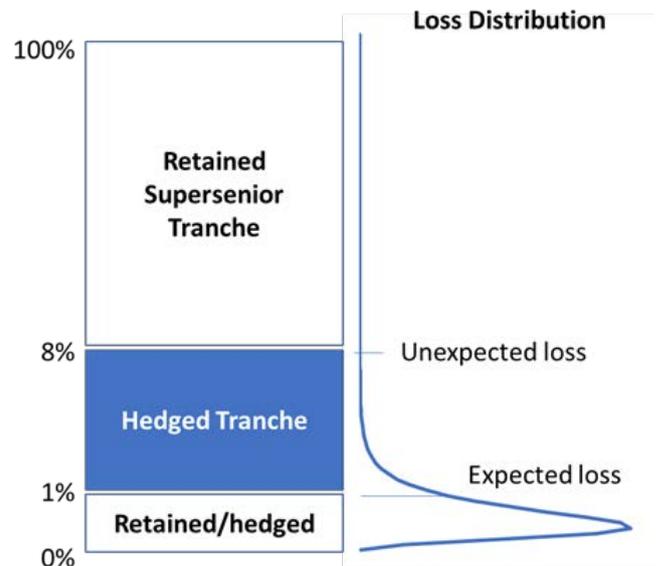
Figure 2: Bank Risk Sharing – High-Level Structure



Importantly, these transactions reference core bank loan books, i.e. the borrowers the banks want to continue lending to. These are not non-performing loans or legacy assets. The bank's interests are aligned with those of the investors as the bank contractually agrees to keep a portion of each loan unhedged (for example the bank may

commit not to hedge more than 90% of the exposures in the pool). Should the investor suffer a loss due to the default of a loan, the bank would also. This is why Pemberton refers to these transactions as 'Bank Risk Sharing'.

Figure 3: Typical Transaction Capital Structure and Portfolio Loss Distribution



SRT transactions have much in common with credit insurance. The investor agrees a reference portfolio with the bank and then negotiates the attachment point (the excess, in insurance parlance), detachment point (maximum cover) as well as the premium the bank will pay in exchange for the protection.

Extracting Investor Value From Banks' Core Loan Portfolios

A typical transaction is structured as a credit-linked note (CLN) as illustrated in Box 2. A special purpose vehicle (SPV) is set up to provide the tranche guarantee to the bank. The SPV issues a CLN to one or several investors and the proceeds of the sale of the CLN are used by the SPV as collateral to secure the guarantee, so that the bank does not run counterparty risk on the SPV nor on the ultimate investor.

As losses occur in the Reference Portfolio, the bank claims on the guarantee from the SPV and the CLN is written down so that, at maturity, the investor receives its principal back net of any losses. During the life of the transaction the bank pays a guarantee fee to the SPV which passes it through as coupon to the investor, together with the interest on the collateral.

The choice of attachment and detachment points is driven by two main considerations:

- 1. Regulatory rules:** Basel capital is designed to cover unexpected losses at the 99.9% level⁴ so that, to maximise capital relief, banks need to hedge credit losses up to a very high detachment point corresponding in theory to a one-in-a-thousand-year event. Above this point, banks can retain the senior risk with only a small capital charge.
- 2. Economics:** the attachment point of the hedge is a balance between the cost of hedging (the lower the attachment point, the more expensive the fee charged by the investor) and the amount of capital relief (each \$1 of first loss retained by the bank cost it \$1 of capital). For high-quality portfolios such as investment-grade loans, the attachment point is usually 0% while for asset classes with higher expected losses (EL) such as SME loans or trade finance assets, the market is more mixed with some banks preferring to pay up and hedge the EL while others

⁴ Source: An Explanatory Note on the Basel II IRB Risk Weight Functions, Basel Committee on Banking Supervision (2005)

Box 2: Cash Flows in a SRT Transaction

At inception of the transaction

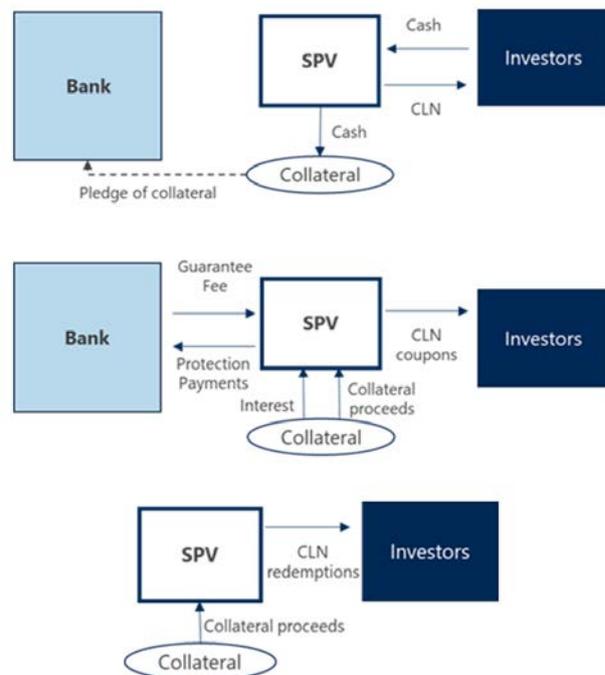
- Investors purchase a credit-linked note (CLN) for cash
- The cash amount corresponds to the maximum loss the SPV could be liable for
- SPV uses the cash as collateral for the sold protection
- Collateral can be a cash deposit or a portfolio of securities pledged to the bank

During the life of the transaction

- Bank pays regular guarantee fees to the SPV. SPV collects interest on the collateral and uses fee+interest to pay CLN coupons
- SPV uses the collateral to make protection payments to the bank if/when losses covered by the guarantee arise

Tranche amortisation

- At maturity of the tranche, the collateral remaining is returned to the investors as principal redemption on the CLN



Extracting Investor Value From Banks' Core Loan Portfolios

The Market for SRT Transactions

The market for SRT transactions is now mature and diversified with \$10-13bn of tranche supply per year across 50-70 transactions⁵. These transactions reference portfolio notional of \$150-180bn per annum, making the SRT market a material hedging tool for banks.

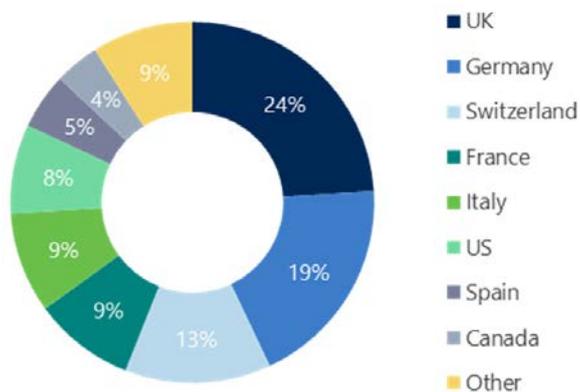
While SRT hedges could be applied to any asset on banks' balance sheets, the significant majority of portfolios hedged comprise corporate or SME loans (around 70% of transactions by number and significantly more by volume⁵, see Figure 4). This is because these asset

classes are the largest exposures on bank balance sheet, together with mortgages which tend to have low risk weights and therefore be less efficient to hedge for capital relief purposes.

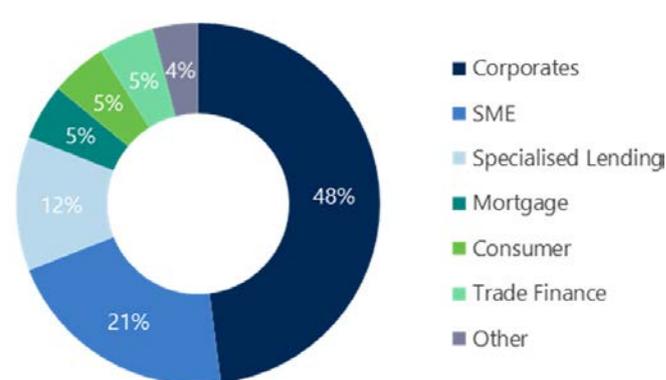
Bank participants to the SRT market are still predominantly European due to the earlier adoption of Basel 2 by European institutions vs the US and their historical focus on risk-weighted assets metrics rather than balance sheet size⁵.

Figure 4⁶: A Market Dominated by European Banks, Referencing Mainly Corporates and SMEs

Origination By Bank Jurisdiction (2010-2021)

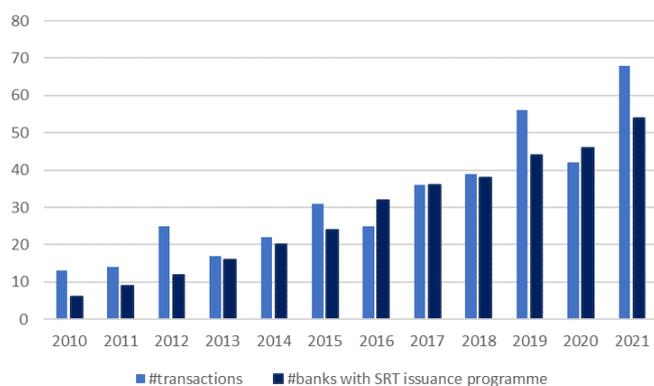


Origination By Bank Jurisdiction (2010-2021)



The market continues to grow at an annualised rate of 15% per annum since 2010, on the back of an increasing number of bank participants (around 55 to date) and a more favourable regulatory backdrop⁷.

Figure 5³: A Growing SRT Market



⁵ Source: Pemberton estimates based on data collected from bank annual reports, stock exchanges and dialogue with law firms, issuers and other market participants. Excludes public-sector transactions. Estimate as of January 2022 for the period 2010-2021.

⁶ Pemberton estimates based on data collected from bank annual reports, stock exchanges and dialogue with law firms, issuers and other market participants. Excludes public-sector transactions. Estimate as of January 2022 for the period 2010-2021.

⁷ Please refer to Pemberton's publication "SRT Chronicles – February 2022" for a more detailed overview of the market and regulatory changes

Extracting Investor Value From Banks' Core Loan Portfolios

Extracting Value for Investors

The market for SRT transactions presents attractive value, in our view, for several reasons:

- 1. Regulatory-driven:** The main driver for these transactions is regulatory capital relief. As explained above, Basel rules are calibrated to cover a one-in-a-thousand scenario which implies that banks are hedging well in excess of expected losses. The likelihood therefore of a total loss on the tranche or even half the tranche being exhausted is very remote. In addition, the high coupon on the tranche (8-10% typically) compensates for any expected losses so that expected returns tend to be both high and resilient to portfolio losses. The example in Box 3 illustrates the resilience of a 'typical' tranche to prolonged periods of stressed losses.
- 2. Diversification:** Each SRT transaction references hundreds or thousands of loans, which makes them almost immune to idiosyncratic credit risk. By selecting 10 to 15 SRT assets, investors can create a diversified portfolio across geography, industry and asset class (corporate, SME, trade finance, etc) without the need to build the extensive origination and servicing capabilities that would be required for direct lending to the underlying borrowers. In addition, the credits referenced in SRT transactions tend not to be the same as those present in the liquid credit markets or in direct lending portfolios, which further enhances the diversification merits of the asset class.
- 3. Market segmentation:** Although we understand that the number of investors participating in the SRT market has grown significantly over the past five years, the supply of assets has also grown and diversified so that spreads in the SRT market have remained relatively range-bound in the 8% to 10% context (See Figure 6) which we believe to be very attractive for their risk profile. Pricing is driven to a large extent by the price banks are willing to pay to free up regulatory capital rather than by pure credit market dynamics.

Figure 6⁸: Primary Spreads of Risk Sharing Transactions



8 Pemberton analysis based on sample of transactions for which pricing information was available.

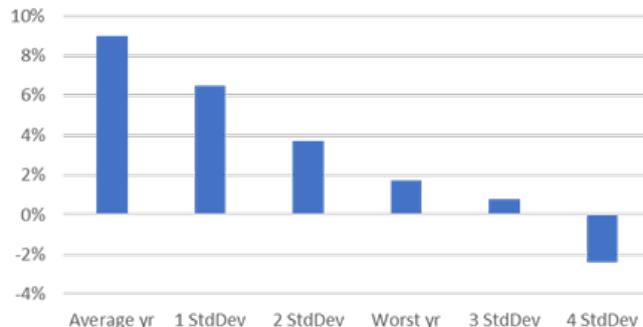
We believe the Risk Sharing market presents a great opportunity for investors but requires significant origination, credit and structuring resources which are only available internally to a handful of the largest (mostly pension fund) investors. Most SRT market participants therefore choose to invest through alternative investment managers which can mutualise and deploy these resources on behalf of their limited partners. Pemberton believes that a manager of SRT assets should adopt the following steps which we have implemented in the Pemberton Risk Sharing Strategy:

- **Maximising the origination funnel:** While the SRT market has grown significantly over the past 5 years, it remains a specialist market with Pemberton estimating around 60 assets being brought to market each year. It is therefore important to have an extensive coverage of banks to allow investors to be selective. As the market is dominated by European banks, a strong local origination network is crucial. Pemberton sources transactions through its London hub and also through local contacts in its 9 European offices.
- **Ability to invest in both granular and more concentrated pools:** A broad investment mandate covering both transactions which can be statistically underwritten (e.g. SME or trade finance assets) as well as large corporate portfolios is essential to maximise investor optionality and selectivity. Large corporate pools require extensive credit capabilities to analyse dozens of credits in multiple sectors and jurisdictions.
- **Diversification:** Pemberton believes that the broad origination spectrum described above should be used to enhance diversification across the portfolio by selecting banks that are market leaders in their specific asset class. By doing so, an SRT portfolio can avoid overlaps across assets and across industries and jurisdictions. Diversification is hard to achieve for direct investors (i.e., those not investing through funds) as most transactions require €50-€100m single investments to be invited by the banks to participate in the negotiation.
- **Buy-and-hold policy:** Pemberton is not aware of any SRT transaction that led to a negative IRR when held to maturity. We believe the asset class should be seen as a patient cash-flow generating investment and not as a trading product. Closed-ended funds or other buy-and-hold structures should be preferred in our view.

Extracting Investor Value From Banks' Core Loan Portfolios

Box 3: SRT Tranche Thickness Drives Returns Resilience

- To illustrate the potential IRR variability of a 'typical' SRT transaction we calculated returns in various loss scenarios (see assumptions below)
- Our results show that in a base-case scenario where annual losses equal those of an average year, the IRR=9%, which is the coupon on the tranche, i.e. there are no principal losses
- As we apply more stress on losses, IRRs fall but it takes over 3 standard deviations above average loss to get to a 0% IRR
- For comparison this 3 StdDev scenario is worse than repeating the worst year observed during 1981-2021 five times in a row



Assumptions

1-8% tranche pays 9% coupon with 5y average life. Portfolio comprises 2/3 BBB and 1/3 BB credits

Defaults occur at a constant rate during the life of the transaction and loss given default is 45%

Performance of the portfolio is calibrated using S&P historical default data from 1981 to 2021

→ For this hypothetical portfolio the historical average 1-yr loss is 0.2% and standard deviation (StdDev) of loss 0.2%. The worst year over 1981-2021 would have been 2002 with 0.74% loss

DISCLAIMER

"This document is intended only for the person to whom it has been delivered and is solely for discussion / information purposes.

Any third-party information (including any statements of opinion and/or belief) contained herein is provided by Pemberton Capital Advisors LLP ("we", "our" or "us") and has not been independently verified.

Statements of opinion, market or performance information and any forecasts or estimates contained in this document are prepared on the basis of assumptions and conclusions reached and are believed to be reasonable by us at the time.

No representation, warranty, assurance or undertaking (express or implied) is given (and can therefore not be relied upon as such), and no responsibility or liability is or will be accepted by us or any of our affiliates or our respective officers, employees or agents as to the adequacy, accuracy, completeness or reasonableness of the information, statements and opinions expressed in this document. Any opinions expressed in this document do not constitute legal, tax or investment advice and can therefore not be relied upon as such. Please consult your own legal or tax advisor concerning such matters.

The information contained in this document (which does not purport to be comprehensive) is believed to be accurate only at the date of this document and does not imply that the information herein is correct at any time subsequent to the date hereof and such information is subject to change at any time without notice. The views expressed herein are subject to change based on market and other conditions and we give no undertaking to update the information, to reflect actual events, circumstances or changes in expectations or to provide additional information after its distribution, even in the event that the information becomes materially inaccurate.

The recipient acknowledges and agrees that no person has, nor is held out as having, any authority to give any statement, warranty, representation, assurance or undertaking

on our behalf. No part of this document may be reproduced in any manner without our written permission.

This document has been prepared and issued by Pemberton Capital Advisors LLP. Pemberton Capital Advisors LLP is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA") and entered on the FCA Register with the firm reference number 561640 and is registered in England and Wales at 52 Grosvenor Gardens, London, SW1W 0AU, United Kingdom. Registered with the US Securities and Exchange Commission as an investment adviser under the U.S. Investment Advisers Act of 1940 with CRD No. 282621 and SEC File No. 801-107757. Tel: +44(0) 207 993 9300.

www.pembertonam.com

Pemberton is a registered trademark. © Pemberton"

Kontakt und Autor:

Pemberton Capital Advisors LLP
52 Grosvenor Gardens
London SW1W 0AU
GB

Dr. Olivier Renault
Managing Director Head of Risk Sharing Strategy
Tel.: +44 (0)20 3906 9985
Mobile: +44 (0)782 1641 147
E-Mail: olivier.renault@pembertonam.com

Alternative Credit im Portfoliokontext

Alternative Anlageklassen haben sich bei institutionellen Investoren als feste Größe etabliert. Anspruchsvolle Renditeziele, beschleunigte Inflation und erhöhte Volatilität bei traditionellen Assetklassen begünstigen den Trend. Attraktive Instrumente zur Diversifikation institutioneller Portfolios bietet speziell das Alternative Credit-Segment – dort steht neben Infrastructure Debt und Real Estate Debt auch Private Credit verstärkt im Fokus.

Infrastructure Debt

Der Bereich Infrastructure Debt umfasst ein breites Spektrum an Finanzierungsinstrumenten, die sich für die Belange institutioneller Anleger eignen. Dazu zählen insbesondere Darlehen zur Finanzierung des Baus oder der Verbesserung wichtiger Einrichtungen wie Netzinfrastruktur, Häfen oder Anlagen im Sektor erneuerbare Energien. Damit bieten Infrastruktur-Investments zugleich die Gelegenheit, in Megatrends wie E-Commerce oder umweltfreundliche Energieerzeugung zu investieren.

Gestützt wird das Angebot an Infrastrukturanleihen durch die in vielen großen Volkswirtschaften verstärkten Bemühungen zum Ausbau und zur Modernisierung kritischer Infrastruktur. Zahlreiche Staaten wollen in die Jahre gekommene Straßen, Brücken, Stromnetze und andere wichtige Einrichtungen instand setzen und gleichzeitig auf Klimaschutz- und Nachhaltigkeitsziele ausrichten.

Vor allem die Fremdkapitalfinanzierung umweltfreundlicher Energieerzeugung stößt bei Infrastrukturinvestoren auf großes Interesse. Dabei handelt es sich in der Regel um Projekte aus den Bereichen Onshore- oder Offshore-Windkraft und Photovoltaik. Die entsprechenden Anlagemöglichkeiten nehmen rapide zu und bieten damit erweiterte Möglichkeiten zur anlagen- und länderspezifischen Diversifizierung von Investments in saubere Energien. Die damit verbundenen Cashflows sind meist sehr gut vorhersehbar, langfristiger Natur und an die allgemeine Preisentwicklung gekoppelt. Die Einnahmen sind entweder staatlich gesichert und vertraglich vereinbart oder werden im Rahmen bilateraler Vereinbarungen mit dem Privatsektor erzielt, beispielsweise in Form von Stromabnahmeverträgen mit Unternehmen. Da solche Infrastrukturdarlehen variabel verzinst werden, können sie auch Schutz vor steigenden Marktzinsen bieten, was sie im gegenwärtigen Umfeld besonders interessant macht.

Real Estate Debt

Ebenfalls ein sehr breites Angebot an Anlagemöglichkeiten mit individuellen Rendite/Risiko-Profilen findet sich im Sektor Real Estate Debt. Im Vordergrund stehen Bau-, Überbrückungs- und Sanierungsdarlehen mit Bezug zu Immobilien, einschließlich Mehrfamilienhäusern, Bürogebäuden, Einzelhandelsflächen und anderen gewerblichen Liegenschaften. Das Segment umfasst in den Vereinigten Staaten

außerdem sogenannte C-PACE-Darlehen (Commercial Property Assessed Clean Energy). Dabei handelt es sich um ein von der US-Regierung geförderten Mechanismus zur Finanzierung umweltfreundlicher Energie-Upgrades.

Anleger im Bereich Direct Real Estate Lending vergeben an erfahrene Immobiliensponsoren Darlehen, welche durch die zugrundeliegenden Vermögenswerte besichert sind. Diese Struktur verfügt über besondere Eigenschaften, die für institutionelle Anleger von Vorteil sind. So schlagen sich bei Fremdkapitalgebern die Veränderungen des Kapitalwerts nicht in vollem Umfang wie bei Eigenkapitalgebern in der Rendite nieder. Daraus ergeben sich Diversifizierungsvorteile und ein Eigenkapitalpolster. Zudem ist das Risiko eines Verlustes für einen Kreditgeber geringer als das eines Eigenkapitalgebers, der sich in der First-Loss-Position befindet. Diese besonderen Merkmale der Risikominderung und Diversifizierung tragen dazu bei, dass Fonds für Real Estate Debt auch bei fallenden Kapitalwerten konstante Renditen erzielen können.

Allein in den USA beläuft sich das Volumen von Real Estate Debt für Gewerbe- und Wohnimmobilien auf mehr als 5 Billionen Dollar. Mehr als 10 % dieses Marktes werden von nicht-traditionellen Kreditgebern bedient, was private Immobiliendarlehen zum größten Segment der privaten Kreditvergabe überhaupt macht. Regulatorische Risikobeschränkungen, die nach der globalen Finanzkrise eingeführt wurden, haben international zu einer weitreichenden Konsolidierung im Bankensektor geführt. Daher vergeben Banken für Gewerbeimmobilien, insbesondere in den USA, Europa und Australien, nur noch eingeschränkt Kredite. Dies hat Chancen für nicht-traditionelle Darlehensgeber eröffnet, die sich verstärkt in diesem Segment engagieren.

Real Estate Debt stößt bei institutionellen Investoren aus aller Welt weiterhin auf großes Interesse, insbesondere in dem heutigen Umfeld erhöhter Volatilität an den Finanzmärkten und steigender Zinsen. Die potenziell niedrigen Renditeschwankungen, stetigen Einkommensströme und variablen Zinsstrukturen machen die direkte Kreditvergabe an Immobilienprojekten für viele institutionelle Anleger attraktiv. Die Größe des Marktes bietet Anlegern dabei die Möglichkeit, Strategien mit spezifischen Risiko/Rendite-Charakteristika auszuwählen.

Immobilienkredite sind allerdings auch mit Risiken behaftet, insbesondere bei der Kreditvergabe in bestimmten Sektoren wie Büro-, Hotel- und Einzelhandelsimmobilien. Diese Bereiche wurden besonders stark von den Restriktionen während der Coronavirus-Pandemie betroffen, und einige Immobilien in diesen Segmenten wiesen in letzter Zeit aufgrund der gesunkenen strukturellen Nachfrage weniger stabile Cashflows auf. Des Weiteren kann verstärkte Volatilität,

im Zusammenhang mit den Zinsen oder anderen Faktoren, eine Investition im Bereich Real Estate Debt erschweren, da die Transaktionsgrößen in diesem Sektor in der Regel groß sind.

Vereinzelte Manager können jedoch selektiv Kredite auch in unter Druck stehenden Sektoren vergeben und attraktive Renditen erzielen, ohne ein zusätzliches Risiko einzugehen. Darüber hinaus sind bestimmte Immobiliensektoren wie Industrie, Selfstorages, Einfamilienhäuser, Rechenzentren, Mobilfunktürme und medizinische Einrichtungen nach der Pandemie attraktiver geworden. Sie profitieren von positiven Faktoren wie der gestiegenen Nachfrage im Bereich E-Commerce, dem Trend zur Abwanderung aus den Städten in die Vororte, der Verlagerung in die digitale Wirtschaft und dem gestiegenen Interesse an Investitionen im Gesundheitswesen. Erfahrene Kredit-Manager richten sich zunehmend auf Möglichkeiten der Darlehensvergabe in solchen Wachstumssegmenten aus.

C-PACE-Darlehen

Eine weitere attraktive, relativ neue Gattung von Immobilienkrediten, die das Interesse institutioneller Investoren auf sich zieht, sind C-PACE-Darlehen (Commercial Property Assessed Clean Energy) in den Vereinigten Staaten. C-PACE bezeichnet einen Finanzierungsmechanismus, der es gewerblichen Gebäudeeigentümern und -entwicklern ermöglicht, kostengünstige Langfristdarlehen für Projekte in den Bereichen Energieeffizienz, Wassereinsparung und erneuerbare Energien zu erhalten. In mehr als der Hälfte der US-Bundesstaaten wurden entsprechende C-PACE-Richtlinien geschaffen.

Interessant sind C-PACE-Darlehen aus mehreren Gründen: So sind sie gegenüber allen übrigen durch die Immobilie gesicherten Schulden vorrangig (ggf. mit Ausnahme von Steuern und anderen Abgabeforderungen). Außerdem weisen sie lange Laufzeiten, stabile risikobereinigte Renditen und Investment-Grade-Ratings auf. Nicht zuletzt besitzen die Kredite in diesem Segment ESG-Charakteristika auf, da sie der Finanzierung von Verbesserungen der Energieeffizienz und des Einsatzes erneuerbarer Energien dienen.

Middle-Market Direct Lending

Das Segment nicht öffentlich gehandelter Schuldtitel umfasst eine breite Palette von Sektoren mit sehr individuellen Kreditstrukturen und Risiko/Rendite-Profilen. Bei institutionellen Anlegern stößt die Direktkreditvergabe im mittleren Marktsegment – Middle-Market Direct Lending – auf das größte Interesse. Dabei handelt es sich typischerweise um Darlehen von Nicht-Banken an mittelgroße Unternehmen mit einem EBITDA von 3 Mio. bis 100 Mio. USD. Das Segment umfasst vorrangige Direktkredite, nachrangige Darlehen, Unitranche-Kredite und Mezzanine-Finanzierungen.

In dem Segment wird die Kategorie der Vorrangkredite von institutionellen Anlegern besonders geschätzt. Das sogenannte Senior Middle Market Direct Lending weist viele vorteilhafte Eigenschaften auf, die es zu einer wertvollen Ergänzung für institutionelle Portfolios machen. Nachrangige Anleihen – fest oder variabel verzinst – können aufgrund ihrer Zusatzrenditen ebenfalls interessant sein. Variabel verzinsten Direktkrediten haben sich in der Vergangenheit als wirksame Absicherung gegen die Inflation erwiesen. Darüber hinaus erlaubt sie Anlegern, das Kreditrisiko vom Zinsänderungsrisiko zu trennen. Während die inflationsabsichernden Eigenschaften von Senior Middle Market Lending für viele Investoren attraktiv sind, kann sich die Geldpolitik auf die Finanzierungskosten und das Ausfallrisiko des Kreditnehmers auswirken. Abgesehen davon sind Senior Middle Market in der Regel konservativ strukturiert, weisen relativ niedrige Verschuldungsmultiplikatoren, eine höhere Zinsdeckungsquote und striktere Kreditschutzklauseln auf. Aufgrund dieser Besonderheiten konnte sich der Sektor in allen Marktzyklen bisher gut behaupten.

Senior-Middle-Market Lending zeichnen sich durch ein hohes Maß an schuldnereispezifischen Risiken aus. Aufgrund dessen sind Direktkredite an mittelgroße Unternehmen mit traditionellen verzinslichen Anlageklassen nur gering korreliert und ermöglichen wie andere Kategorien im Alternative Credit-Segment eine wirksame Diversifizierung in einem bestehenden Multi-Asset-Portfolio.

Kontakt:

Nuveen
Website: [nuveen.com](https://www.nuveen.com)

Romina Smith
Managing Director, Head of Central Europe,
Global Client Group
E-Mail: Romina.smith@nuveenglobal.com

Senior Loans Investoren sind gut gewappnet

Marketing Kommunikation¹

Das Marktumfeld seit Beginn des Jahres hat Investoren vor enorme Herausforderungen gestellt. Die Kombination aus geopolitischen Risiken, Rezessionsrisiken und relativ schnellem Anstieg des Zinsniveaus, gepaart mit steigenden Inflationsrisiken, hat viele Anleger motiviert, ihre Allokationsentscheidungen in verschiedenen Anlageklassen zu überdenken. Ist Private Debt in diesem Umfeld weiterhin eine attraktive Asset Klasse? Ja, aber es kommt auf die richtige Auswahl an! Insbesondere eine defensive Strategie zur Auswahl von Senior Corporate Loans kann ein attraktives Rendite-Risiko-Profil aufweisen.

Senior Loans haben in der Vergangenheit aufgrund ihrer geringen Standardabweichung der Renditen eines der interessantesten Risiko-Rendite-Profile in der gesamten Fremdkapitallandschaft geboten.

Traditionelle Banken ziehen sich weiter aus dem Kreditgeschäft zurück und Investoren im Bereich Private Debt schließen diese Lücke. Das Marktsegment hat sich über verschiedene Zyklen entwickelt, daher ist es für Anleger umso wichtiger GPs mit einer langjährigen Erfahrung zu selektieren. Senior-Loan-Manager, die in der Lage sind, die besten Kredite auszuwählen, das ESG-Profil ihrer Portfolios zu verbessern und aufkommende Inflationsrisiken zu managen, werden sich trotz des saisonalen Preisdrucks besser entwickeln.

Ein defensiver Ansatz für vorrangige Kredite

Die letzten Jahrzehnte waren von einem Trend fallender Zinsen geprägt, welcher sich nach der globalen Finanz- sowie Eurokrise noch verstärkt hat. Seit Jahresanfang erleben wir zwar einen signifikanten Anstieg des Zinsniveaus, aber mit gleichzeitig – und stärker – steigenden Inflationsraten weisen europäische Staatsanleihen aber auch Unternehmensanleihen noch immer eine negative reale Verzinsung auf.

In diesem Umfeld bieten Investitionen in private Schuldtitel bzw. in sogenannte Sponsored-Direct-Loans-Fonds eine Alternative. Diese Direktfonds investieren in private Schuldverschreibungen, welche von Unternehmen, die sich im Besitz von Private Equity GPs befinden, begeben werden.

Vorrangig besicherte Schuldtitel eignen sich für die meisten Anleger, die höhere Renditen als für vergleichbare liquide Anleihen benötigen

¹ Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist weder ein Indikator noch eine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Die geäußerten Ansichten und Meinungen sind die von MV Credit zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern.



Rafael Calvo,
Managing Partner,
Head of Senior Strategies,
MV Credit

und ihr Portfolio diversifizieren wollen. Der Spread gegenüber festverzinslichen Wertpapieren mit Investment-Grade-Rating beträgt etwa 300 bis 500 Basispunkte. Diese Schuldtitel bieten somit ein höheres Renditepotential.

Im Allgemeinen bieten Investitionen in Kredite an Unternehmen, die sich im Besitz von privatem Beteiligungskapital befinden, ein gewisses Maß an Sicherheit, da der Eigentümer in der Regel über die finanziellen Mittel verfügt, um in schwierigen Zeiten einzuspringen und Finanzmittel oder Know-how zur Verfügung zu stellen, um Probleme zu beheben. Die Ausfallquote ist historisch gesehen sehr niedrig, und die Rückzahlungsquoten bei Ausfällen sind hoch.²

Bei MV Credit wird die Verlustminimierung zusätzlich durch ein vom Portfolio Management unabhängigen Team geleiteten Überwachungsprozess weiter verbessert, der als Frühwarnsystem für Transaktionen dient, die hinter den Erwartungen zurückbleiben.

So hat MV Credit seit dem Jahr 2000 Private-Debt-Portfolios durch eine Reihe unterschiedlicher - und schwieriger - Kreditzyklen geführt. Das Kreditteam plant, sich weiterhin auf Westeuropa zu konzentrieren und in Unternehmen aus Branchen mit säkularem Wachstum zu investieren - namentlich Gesundheitswesen und Software. Trends wie die alternde Weltbevölkerung und die fortschreitende Automatisierung von Prozessen und Cybersicherheit sind intakt und unterstützen die Auswahlentscheidung. Trotz der starken Rallye der Tech-Aktien in den letzten Jahren glauben wir, dass es noch mehr Nachfrage nach IT und mehr Wachstum geben wird.

² MV Credit, Juli 2022

Senior Loans Investoren sind gut gewappnet

Ein innovativer Ansatz für ESG

Eine neue Herausforderung bei der Kreditauswahl stellt die Integration von ESG-Aspekten dar. Wir sind davon überzeugt, dass eine durchdachte ESG-Analyse einen wichtigen Beitrag zur Werthaltigkeit eines Portfolios leistet. Hierzu sollten komplementäre ESG-Kriterien auf mehreren Ebenen adressiert werden:

1. Selektionsprozess von Private Equity Sponsoren und Portfoliounternehmen

Bei Investitionen mit PE-Sponsoren sollten nicht nur deren Portfoliounternehmen, sondern auch die Geschäftspolitik der GP, deren Unternehmensführung und die Diversität im Unternehmen bewertet und auf Verstöße gegen Vorschriften und Gesetze geprüft werden.

2. Investitionsphase

In Zusammenarbeit mit den Sponsoren werden Portfoliounternehmen angehalten, ESG-Kriterien in Entscheidungsprozesse mit einzubeziehen und die Berichterstattung dahingehend zu verbessern. ESG-gebundene Kreditfazilitäten erhöhen das Commitment beim Management des Kreditnehmers.

3. Reporting

Grundlage für das Reporting und die Herstellung von Transparenz sollte die Verordnung der Europäischen Union über die Offenlegung von Informationen über nachhaltige Finanzierungen (SFDR) sein. Investitionen unter Berücksichtigung dieser Grundsätze sind eine Herausforderung und erfordern Fähigkeiten, die nicht allen Investmenthäusern zur Verfügung stehen.

4. Carried Interest

Den größten Hebel bei der Ausrichtung eines Portfolios an ESG-Kriterien entfaltet die Vergütung der Fondsmanager. Anleger können die Ernsthaftigkeit der ESG-Bemühungen daran messen, ob der Fondsmanager seine ESG-Leistung direkt an den performanceabhängigen Carried Interest koppelt. Dies zeigt das Engagement für ESG-Prinzipien und gibt den Anlegern die Möglichkeit, die Übereinstimmung mit ihren ESG-Richtlinien zu zeigen.

MV Credit zum Beispiel hat dazu Leistungsindikatoren (KPIs) definiert, und nur bei deren Erreichung wird der ganze Carried Interest fällig, ansonsten nur die Hälfte.

Auf der ersten Ebene messen die KPI die Geschäftsführung von MV Credit und schreiben ein hohes Maß an Diversität vor. Dazu gehört auch, dass mindestens 35 % der leitenden Mitarbeiter von MV Credit Frauen sind. Der Branchendurchschnitt liegt bei etwa 12 %.³ Die zweite Ebene bewertet die Portfoliounternehmen. Hier muss eine vorgegebene Antwortquote auf den ESG-Fragebogen, den MV Credit an seine Portfoliounternehmen verschickt, erreicht werden. Der Fragebogen ist detailliert und breit gefächert und umfasst etwa 50 Themen aus dem gesamten ESG-Spektrum. Die dritte Ebene ist die des Portfolios. "Wir glauben, dass wir die ersten auf dem Markt sind, die so etwas umsetzen", sagt Calvo.

Der Wert von beziehungsorientierten, bilateralen Geschäften

Auf dem Markt für private Schuldtitel war das Transaktionsvolumen Ende 2021/Anfang 2022 enorm hoch, was zu einem Aufwärtsdruck auf die Preise für Darlehen führte.

Darüber hinaus wird die Inflation von den Anlegern stets aufmerksam beobachtet. Die Inflation hat die Erwartungen in den meisten Märkten weit übertroffen, was den Wert der Renditen der Anleger schmälern kann.

Trotz der Herausforderungen des Marktes lassen sich in bestimmten Segmenten noch attraktive Werte finden. So sind zum Beispiel die Bewertungen, Margen und Gebühren besser bei Investitionen in Unternehmen ohne Rating im oberen bis mittleren Marktsegment, d. h. bei Unternehmen mit einem EBITDA von EUR 30 bis 60 Mio., denn größere Transaktionen erhalten in der Regel eine Bewertung durch externe Kredit-Rating-Agenturen, wodurch sie für einen deutlich größeren Investorenkreis zugänglich werden. Dies erhöht die Preise und schmälert die Renditen.

Eine andere Möglichkeit attraktive Renditen zu erzielen, sind bilaterale Investitionen. „Sponsoren sind bereit Finanzierungspartnern, die Transaktionssicherheit und Geschwindigkeit bieten und entlang der Prozesse der Sponsoren arbeiten können, einen Aufschlag zu zahlen.“ Hier kommt es darauf an, dass der Fondsmanager genug Erfahrung auf diesem Markt hat und in der Lage ist, Transaktionen schnell zu bewerten und durchzuführen. Das spart dem PE-Sponsor Zeit, weil er den Kredit nicht aufwändig syndizieren muss und sich gleich der nächsten Investition zuwenden kann. Das ist für viele Sponsoren sehr verlockend.

³ Women in C-Suite Report, Deloitte Juni 2021

Senior Loans Investoren sind gut gewappnet

Inflationsschutz durch Kreditauswahl

Die Inflation ist eine immerwährende Gefahr für festverzinsliche Portfolios. Bis zu einem gewissen Grad bieten private Schuldtitel einen eingebauten Schutz, da sie mit variablen Kupons ausgestattet sind, die bei steigenden Zinsen mitwachsen.

Dies wird jedoch die Wahrscheinlichkeit von Zahlungsausfällen nicht verringern. Dieses Risiko kann nur durch die Kreditauswahl gemindert werden. Aus diesem Grund hat MV Credit in den letzten Jahren die erwarteten Input-, Arbeits- und Zinskosten in seinen Modellen für potenzielle Portfoliounternehmen erhöht und damit die Inflationsrisiken berücksichtigt.

Unsere Modelle sind so aufgebaut, dass wir in Unternehmen investieren, die sich eine Verringerung der Rentabilitätsmargen inmitten der Kosteninflation leisten können. Sie verfügen in der Regel über eine sehr starke Cashflow-Deckung. So stellen wir uns auf eine mögliche kurz- und mittelfristige Beschleunigung der Inflation ein, die die Rentabilität vieler Unternehmen schmälern könnte. Insgesamt gehen wir jedoch davon aus, dass die hohen Inflationsraten von Anfang 2022 mittelfristig auf ein normales Niveau zurückgehen werden.

Unverhohlener Fokus auf das Risikomanagement

Die Berücksichtigung von Risiken, auch wenn sie noch so gering erscheinen, ist ein entscheidender Aspekt bei Investitionen in vorrangige Darlehen. Der Schutz des Kapitals ist von größter Bedeutung, und Calvo vertritt ohne Umschweife den defensiven Ansatz von MV Credit.

Erfahren Sie mehr über uns: im.natixis.com/institutional

MV Credit ist eine Expertise von Natixis Investment Managers
im.natixis.com/mvcredit

Kontakt und Autor:

Natixis Investment Managers

www.im.natixis.com/en-institutional/the-hub

Sebastian Römer, CFA®

Executive Managing Director, Head of Central & Eastern Europe

Tel.: +49 89 30 90 80 711

E-Mail: sebastian.roemer@natixis.com

Rafael Calvo, MV Credit

Managing Partner, Head of Senior Strategies

Nur für professionelle Anleger. Jede Investition ist mit Risiken verbunden, einschließlich des Risikos eines Kapitalverlusts. MV Credit ist eine Vermögensverwaltungsgesellschaft, spezialisiert auf Private-Debt-Anlagen und eine Tochtergesellschaft von Natixis Investment Managers. Natixis Investment Managers International ist eine Einheit von Natixis Investment Managers, der Holdinggesellschaft einer Reihe von spezialisierten Investmentmanagement- und Vertriebsseinheiten weltweit. Die von Natixis Investment Managers International verwalteten Dienstleistungen und Produkte sind nicht für alle Anleger in allen Ländern verfügbar. Zur Verfügung gestellt von Natixis Investment Managers S.A., Zweigniederlassung Deutschland. Eingetragener Sitz der Natixis Investment Managers S.A., Zweigniederlassung Deutschland (Registernummer: HRB 88541): Senckenberganlage 21, 60325 Frankfurt am Main.

Risiko-Rendite optimiertes Kreditgeschäft meets Private Debt – Anlagemöglichkeiten für konservative Investoren

Private Debt wird zu einer immer wichtigeren Assetklasse unter den Alternative Investments, insbesondere im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld gibt es gute Argumente für eine Investition in Private Debt. Für Banken bietet der Aufbau von Private Debt Strukturen als Ergänzung zum klassischen Kreditgeschäft einige Vorteile. Aber auch institutionelle Investoren, speziell die konservativen, risikoaversen unter ihnen, können von Banken als Asset Managern von Private Debt profitieren.

Institutioneller Investor zu sein ist seit einigen Jahren zu einer großen Herausforderung geworden. Standen die letzten Jahre stets unter den Zeichen der Niedrigzinspolitik und der dauerhaften Corona-Pandemie, haben der russische Angriff auf die Ukraine, die Rekordinflation und die Zinswende noch zu einer Verschlechterung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen geführt. Deutschland und Europa befinden sich in einer Phase der Stagflation mit einer Tendenz zur Rezession. Festverzinsliche Wertpapiere verzeichnen in diesem Jahr aufgrund der hohen Inflation und der restriktiveren Geldpolitik die stärksten Kursverluste seit vielen Jahrzehnten und die Aktienmärkte werden nach den starken Kurseinbrüchen im ersten Halbjahr 2022 weiterhin unter den wirtschaftlichen Unsicherheiten bzw. der drohenden Rezession leiden. Dieses komplexe Investitionsumfeld in Zeiten hoher Unsicherheit hat die Aufgabe für Investoren nicht wirklich erleichtert. Die Suche nach Risiko-Rendite-optimierten Anlageprodukten geht weiter und insbesondere für konservative, risikoaverse Anleger wie Pensionskassen oder Versicherungen stellt sich die Frage, wie sie unkalkulierbare Risiken vermeiden wollen und dennoch ihren langfristigen Verpflichtungen nachkommen können.

Diversifikation mit Private Debt

Allgemein anerkannt ist der Grundsatz, dass Diversifikation die beste Möglichkeit ist, um ein krisenfestes Portfolio aufzubauen. In den letzten Jahren sind Private Markets Strategien zu einem nicht mehr wegzudenkenden Teil der Asset Allokation geworden, hierbei ist Diversifikation einer der Hauptgründe. Das hat auch die letzte BAI Investor Survey 2021 gezeigt und für die diesjährige Umfrage erwarten wir kein anderes Ergebnis.

Die Umfrage hat zudem deutlich gemacht, dass Private Debt als Assetklasse unter den Private Markets immer mehr an Bedeutung gewinnt. 66% der befragten Investoren waren bereits in Private Debt investiert, 11% wollten im letzten Jahr ihre Allokation in dieser Assetklasse aufbauen. Insbesondere Senior-Secured Finanzierungen sind bevorzugte Investitionsobjekte. Außerdem zeigte sich, dass Nischenfinanzierungen wie Infrastructure Debt oder Real Estate Debt immer interessanter werden, um auch innerhalb der Assetklasse Private Debt zu diversifizieren.



Charlotte Höntsche,
Prokuristin, Corporate Banking,
M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA

Für eine Investition in Private Debt gibt es zahlreiche Gründe: Stabile, längerfristig kalkulierbare Cashflows, eine geringe Korrelation zu den traditionellen Kapitalmarktprodukten sowie eine geringe Volatilität sprechen für eine Investition in Private Debt im Allgemeinen. Ein klarer Vorteil im aktuellen Umfeld mit hohen Zinsänderungsrisiken ist zudem die Gestaltung der Kredite. Der Coupon der Darlehen setzt sich in der Regel aus dem kurzfristig variablen Zins und einer Marge, dem Risikoaufschlag, zusammen. Dabei ist der variable Zins mit einer Untergrenze, dem sogenannten Floor bei null Prozent versehen und bietet so Schutz vor weiteren Rückgängen des Marktzinses. Im aktuellen Marktumfeld von steigenden Zinsen profitieren die Investoren von dieser Ausgestaltung und nehmen die steigenden Zinsen auch bei ihren Private Debt Investments mit. Zudem werden Private Debt Investitionsvehikel bzw. ihre Underlyings meist zu Anschaffungskosten bewertet, sodass sie keinerlei Bewertungsschwankungen aufgrund von Zinsänderungen unterliegen, ein weiterer Pluspunkt in den aktuell volatilen Märkten.

Die bevorzugte Sub-Assetklasse ‚Senior-Secured Finanzierungen‘ ist außerdem geprägt von konservativen Beleihungsausläufen von 45% bis maximal 80%, sodass im Verwertungsfall die Kredite in der Regel dennoch vollständig zurückgeführt werden können. Asset-based Finanzierungen wie Schiffskredite oder die Finanzierung von Immobilienprojektentwicklungen bieten insbesondere in den aktuellen Krisenzeiten zusätzlich den Vorteil, dass diese im ersten Rang dinglich besichert sind und häufig noch weitere Sicherheiten, wie z.B. persönliche Bürgschaften oder Cash-Hinterlegung des Zinsdienstes, zur Verfügung stehen, um dem Risikoprofil des Investors Rechnung zu tragen. Mithin stehen Risikoabsicherung und Rendite in einem ausgewogenen Verhältnis.

Auch Private Debt steht vor Herausforderungen

Wegzudiskutieren ist jedoch nicht, dass auch die Private Markets Assetklassen und damit auch Private Debt vor zahlreichen makroökonomischen sowie assetklassenspezifischen Herausforderungen stehen. Insbesondere das hohe Volumen an ‚Dry Powder‘, also das

Risiko-Rendite optimiertes Kreditgeschäft meets Private Debt – Anlagemöglichkeiten für konservative Investoren

bereits zugesagte, aber noch nicht investierte Kapital, bereitet Sorgen. Kapitalabruf- bzw. Investitionsgeschwindigkeit ist hier das Zauberwort und einer der wichtigsten Parameter aus Sicht der Investoren. Darüber hinaus erhöhen sich in Zeiten von Lieferkettenproblemen, Rekordinflation und der drohenden Rezession auch die Risiken bei den Kreditnehmern, die es krisenerprobt zu monitoren und managen gilt.

Entscheidend bei der Kapitalanlage in diese Assetklassen ist daher – dies bestätigt auch die BAI-Umfrage aus dem letzten Jahr – die Zusammenarbeit mit einem zuverlässigen, erfahrenen und bestenfalls krisenerprobten Partner. Der Auswahl der Asset Manager kommt folglich eine immense Bedeutung zu, eine ebenfalls umfangreiche Aufgabe, um die die verantwortlichen Personen nicht immer zu beneiden sind. Hier können Banken als langjährig erfahrene Player im Kreditgeschäft ins Spiel kommen.

Private Debt als Ergänzung zum klassischen Kreditgeschäft

Es ist kein Geheimnis, dass Private Debt als alternative Finanzierungsform zunehmend an Bedeutung gewonnen hat, da sich Banken, getrieben durch den Regulator, mehr und mehr aus dem Kreditgeschäft zurückziehen. Die immer weiter verschärften Eigenkapitalunterlegungspflichten und Anforderungen an die Liquidität lassen die Kreditvergabe über die eigene Bilanz an Attraktivität verlieren. Hinzu kommt, dass bei standardisierten Kreditprodukten ein intensiver Wettbewerb für hohen Margendruck sorgt, dem kleinere Häuser wie Privatbanken nicht gewachsen sind. Als Folge wird so der Kern des Geschäftsmodells einer klassischen Bank infrage gestellt und besonders für Privatbanken mit ihren kleinen Bilanzen gilt es, Alternativen zu finden. Deshalb liegt der Fokus im Kreditgeschäft bei Privatbanken heute häufiger auf Nischenfinanzierungen, die ein hohes Maß an Spezialisierung und Know-How voraussetzen, um sich dem Wettbewerb beim standardisierten Massenkreditgeschäft zu entziehen.

Eine weitere Alternative stellt das Private Debt Geschäft dar. Hier kommt eine klassische Win-Win-Situation zum Tragen: In der Theorie wird Private Debt häufig als Konkurrenzprodukt zum klassischen Bankkreditgeschäft angesehen. In der Praxis kann die hohe Nachfrage der institutionellen Investoren nach Private Debt aus Sicht der Kreditinstitute allerdings die Antwort auf die große Herausforderung sein: Die Kreditnachfrage auf Seiten der Kapitalsuchenden ist weiterhin hoch, die Bilanzen gerade kleinerer Finanzinstitute wie Privatbanken erlauben allerdings keine unbegrenzte Kreditvergabe. Hier kommen dann die institutionellen Investoren als potenzielle Co-Investoren ins Spiel. In einer gesamthaften Betrachtung können wir hier sogar von einer Win-Win-Win-Situation sprechen, da 1. die Kreditnachfrage besser bedient werden kann, 2. Banken eine weitestgehend bilanzneutrale

Skalierung im Kreditgeschäft ermöglicht wird und 3. institutionelle Investoren attraktive Investitionsmöglichkeiten in die Assetklasse Private Debt über Fonds oder andere Investitionsstrukturen erhalten.

Ausrichtung der Strukturen und Transformation zum Asset Manager

Aufgabe der Bank ist es, zum einen die bankinternen Voraussetzungen dafür zu schaffen und zum anderen entsprechende Investitionsmöglichkeiten für die Investoren zu strukturieren. Hier gibt es also zwei Seiten der Medaille:

1. Im Rahmen einer Transformation vom kreditgebenden Kreditinstitut hin zu einem Asset Manager von Private Debt ist es notwendig, die interne Aufbau- und Ablauforganisation auf die neue Rolle der Bank als Asset Manager anzupassen und die Voraussetzungen zur Einbindung von Investoren im Kreditgeschäft zu schaffen. Wichtig ist hier die Etablierung von Prozessen entlang der gesamten Wertschöpfungskette Private Debt von der Origination des Kredits über die Strukturierung der Private Debt Investitionsstrukturen (gemeint sind damit neben Fondsstrukturen auch klassische Vertriebsstrukturen), bis hin zum Servicing der ausplatzierten Kredite und Betreuung der Investoren.

Die bestehenden Kreditprozesse müssen hinsichtlich der Einbindung von Investoren überprüft werden und die Ausgestaltung des Kreditgeschäfts sollte bestimmte Voraussetzungen erfüllen. Eine gewisse Vereinheitlichung und Standardisierung der Kredite sollte erfolgen, so z.B. bei der Vertragsdokumentation, der Covenant-Gestaltung inklusive der Information-Covenants oder der Zahlungsströme. Inwiefern das mit dem für Privatbanken typische Nischenkreditgeschäft vereinbar ist, bleibt abzuwägen und ist Teil der Ausgestaltung der Prozesse. Die Individualität dieses Nischenkreditgeschäfts sollte als Teil der Privatbank-DNA in jedem Fall zu einem signifikanten Teil erhalten bleiben.

Zudem muss für die Umsetzung einer Private Debt Investitionsstruktur die Zusammenarbeit mit unabhängigen Dienstleistern organisatorisch und prozessual aufgebaut werden. Die Einbindung dieser weiteren Akteure wie z.B. Alternative Investment Fund Managern (AIFM), Corporate Servicern, Rechtsberatern, Ratingagenturen oder anderen Dienstleistern hängt stark von der gewählten Struktur ab.

Entscheidend ist hier auch die Rolle, die das Bankhaus im Asset Management übernehmen will. Erste Option ist die Rolle des Portfolioverwalters. Finanzportfolioverwaltung ist „die Verwaltung [von] in Finanzinstrumenten angelegter Vermögen

Risiko-Rendite optimiertes Kreditgeschäft meets Private Debt – Anlagemöglichkeiten für konservative Investoren

für andere mit Entscheidungsspielraum“ (§ 1 Abs. 1a Nr. 3 KWG, vgl. § 20 Abs. 3 Nr. 1 & 2 KAGB), d.h. die Bank als Asset Manager trifft die Anlageentscheidung über den Ankauf der Kredite für das Private Debt Produkt. Bei einem Private Debt Fonds bspw. lagert der AIFM somit das Portfoliomanagement im Rahmen eines Auslagerungsvertrages an das Kreditinstitut aus, sodass die Portfolioverwaltung – und die endgültige Anlageentscheidung – auch direkt an das Kreditinstitut übertragen wird.

Die zweite Option ist die Rolle des Anlageberaters. Anlageberatung bezeichnet gem. § 1 Abs. 1a Nr. 1a KWG die Abgabe persönlicher Empfehlungen an Kunden bezüglich Geschäften in bestimmten Finanzinstrumenten. Die Anlageberatung unterscheidet sich von der Portfolioverwaltung dadurch, dass der Entscheidungsspielraum über die Umsetzung der Anlageempfehlung, also in diesem Fall der Ankauf von Krediten für eine Private Debt Investitionsstruktur, nicht beim Kreditinstitut als Asset Manager verbleibt, sondern beim Investor oder dessen Manager, z.B. im Falle eines Fonds beim AIFM. Konkret würde hier die Bank als Anlageberater dieses Fonds nach Ausreichung des Kredits eine Anlageempfehlung an den AIFM des Fonds abgeben. Dieser wiederum prüft dann die Anlageempfehlung der Bank eigenständig und trifft eine Anlageentscheidung. Nach positiver Ankaufsentscheidung geht der Kredit im Wege eines True Sale auf den Fonds über. Vorteil dieser Option ist klar die unabhängige Anlageprüfung und -entscheidung und damit die Vermeidung von möglichen Interessenkonflikten. Für beide Rollen müssen ggf. unterschiedliche Prozesse intern sowie zu den relevanten externen Schnittstellen aufgesetzt werden.

Da das Servicing der Kredite in der Regel weiterhin bei der Fronting Bank verbleibt, müssen die Kreditverwaltungsprozesse ebenfalls mit den Ausplatzierungsprozessen synchronisiert werden. Auch die Investorenbetreuung am Ende der Wertschöpfungskette ist ein bedeutendes Geschäftsfeld, um das das Private Debt Geschäft ergänzt werden muss. Wichtig ist hier eine organisatorische Trennung zur Origination im Kreditgeschäft, um Interessenkonflikten vorzubeugen.

2. Als Asset Manager gilt es heute mehr denn je, sowohl die ökonomischen als auch insbesondere die geltenden regulatorischen sowie aufsichtsrechtlichen Anforderungen der jeweiligen institutionellen Anlegergruppen zu kennen. Es gilt zudem, sich danach auszurichten und Kapitalmarktprodukte zu strukturieren,

die diesen Anforderungen gerecht werden. Institutionelle Investoren, von Banken selbst einmal abgesehen, können in zwei wesentliche Gruppen unterteilt werden. Für die Gruppe der VAG Investoren ist die Anlageverordnung (AnIV) und das dazugehörige Kapitalanlagerundschriften 11/2017 (VA) maßgebend. Sie sind gemäß § 215 Abs. 1 VAG bei ihrer Kapitalanlage dazu verpflichtet, „dass möglichst große Sicherheit und Rentabilität bei jederzeitiger Liquidität des Versicherungsunternehmens unter Wahrung angemessener Mischung und Streuung erreicht“ wird. Konkretisiert wird dieser Grundsatz durch klare Vorgaben in der AnIV zu den zulässigen Anlageformen gemäß § 2 AnIV und der Mischungs- und Streuungsquoten gemäß den §§ 3-4 AnIV. Die Frage nach der Erwerbbarkeit bzw. Qualifizierung einer Private Debt Investitionsstruktur gemäß diesem Anlagekatalog nach § 2 Abs. 1 AnIV ist daher für diese Investorengruppe mit die Wichtigste.

Solvency II Investoren unterliegen der Solvency II-Richtlinie (Richtlinie 2009/138/EG) und genießen zunächst einmal, vorbehaltlich des Grundsatzes der unternehmerischen Vorsicht (prudent-person-principle) gemäß § 124 VAG eine grundsätzliche Anlagefreiheit. Entscheidend für die Kapitalanlage von Solvency II Investoren sind die quantitativen Anforderungen an die Eigenmittelausstattung gemäß Säule 1 und hier vor allem das Marktrisikomodul. Ziel ist hier die Deckung aller Risiken des Investors (in diesem Fall aus der Kapitalanlage) durch Eigenkapital, ausgewiesen durch die Solvabilitätskapitalanforderung (Solvency Capital Requirements). Diese Eigenkapitalanforderungen sind im bestem Fall zu reduzieren, was in der Assetklasse Private Debt über verschiedene Stellschrauben zu erreichen wäre (u.a. Duration, Rating, Sicherheitenstruktur der Kredite, Look-Through Pflicht). Ob die Anpassung dieser Stellschrauben kongruent wäre mit den Anforderungen der AnIV unterliegenden Investoren ist hier die Frage.

Es ist demnach für die Asset Manager eine Herausforderung und die entscheidende Hauptaufgabe, ein Private Debt Produkt zu strukturieren, das für diese institutionellen Anleger investierbar ist, optimaler Weise im ersten Schritt gemäß der AnIV und im besten Falle auch noch eigenkapitalschonend für Solvency II Investoren – selbstverständlich passend zu den Renditeerwartungen der Investoren.

Aber welche Vorteile bieten Private Debt Investitionsstrukturen von Banken gegenüber diesen von bankunabhängigen Asset Managern?

Risiko-Rendite optimiertes Kreditgeschäft meets Private Debt – Anlagemöglichkeiten für konservative Investoren

Fronting Bank – Zugang zum Underlying und Profitieren von einem MaRisk konformen Kreditprozess

Investoren ziehen bei einem Private Debt Produkt einer Bank Nutzen aus deren Rolle als Fronting Bank. Die Bank hat durch ihr breites Netzwerk und langjährigen Kredit-Track-Record Zugang zu attraktivem Kreditneugeschäft und insbesondere Nischenkreditgeschäft, welches aus den oben genannten Gründen nicht durch ein bilanzielles Wachstum gestemmt werden kann.

Prozessual werden bei Einbindung einer Fronting Bank Kredite originär von der Bank begeben und anschließend anteilig an die Investitionsstruktur verkauft. Nach Ausreichung verbleiben die Kredite somit kurzfristig auf der Bankbilanz, bevor sie ganz oder anteilig von dem der Struktur unterliegenden Vehikel (z.B. Fonds oder SPV) angekauft werden. Im Falle einer positiven Anlageentscheidung geht der Kredit von der Bankbilanz im Rahmen eines True Sale auf das Vehikel über. Um als Kreditinstitut weiterhin einen Interessengleichlauf zwischen Fronting Bank und Investor zu gewährleisten, ist es häufig notwendig, weiterhin einen eigenen Anteil des Kredites auf der Bilanz der Bank („skin in the game“) zu behalten. Insbesondere für konservative Investoren ist dies ein nicht von der Hand zu weisender Vorteil.

Zusätzlich zum guten Zugang zu Kreditneugeschäft erhalten die Investoren Zugang zum gesamten Kreditvergabe- und Risikomanagement-Know-How der Bank und können so von den Governance-Vorgaben der Bankenregulierung profitieren. Denn Banken unterliegen hierbei den MaRisk. In diesen finden sich verpflichtende Anforderungen an die Ausgestaltung der Aufbau- und Ablauforganisation im Kreditgeschäft, die Verfahren zur Früherkennung von Risiken und die Verfahren zur Klassifizierung der Risiken im Kreditgeschäft. Der Investor partizipiert an der vorhandenen Kreditinfrastruktur inklusive den regulierten Prozessen und den personellen Ressourcen verknüpft mit langjähriger Kreditexpertise. Themen vom Kundenonboarding inkl. der damit verbundenen Know-Your-Customer (KYC) und Anti-Money-Laundering (AML) Prüfungen, über die Finanzierungsstrukturierung bis hin zur Kreditvaluierung/-auszahlung sind abgedeckt und tragen zu einem risiko-optimierten Investment bei. Die Kreditentscheidung erfolgt immer im Standardkreditprozess der Bank, dem MaRisk-konformen 2-Voten-Prozess durch Markt und Marktfolge. Die Aufgaben zwischen Markt und Marktfolge sind klar definiert. Die Akquisition und die Kundenbetreuung erfolgt in der Markt-Abteilung, diese agiert als First Line of Defence, die Neukredit- und Bestandskreditrisikoanalyse erfolgt in der Marktfolge als Second Line of Defense. Aufgaben sind hier u.a. die Risikoanalyse des Neugeschäftes, die Bearbeitung von Bestandsgeschäftsvorfällen sowie die Risikoüberwachung bei Bestandsengagements. Durch die

Einbindung eines unabhängigen Dritten als Manager des Investitionsvehikels, bspw. eines AIFM in der Rolle als Portfoliomanager und Risikomanager eines Fonds, wird zusätzlich noch eine dritte Entscheidungsstufe in der Investitionsentscheidung eingebaut. Neben dem MaRisk-konformen 2-Voten-Bankprozess erfolgt somit noch ein weiterer Schritt im Entscheidungsprozess, der voll und ganz im Interesse der Investoren steht. Dieses Vorgehen erscheint für Investoren mit sicherheitsorientiertem Anlagefokus sehr vorteilhaft.

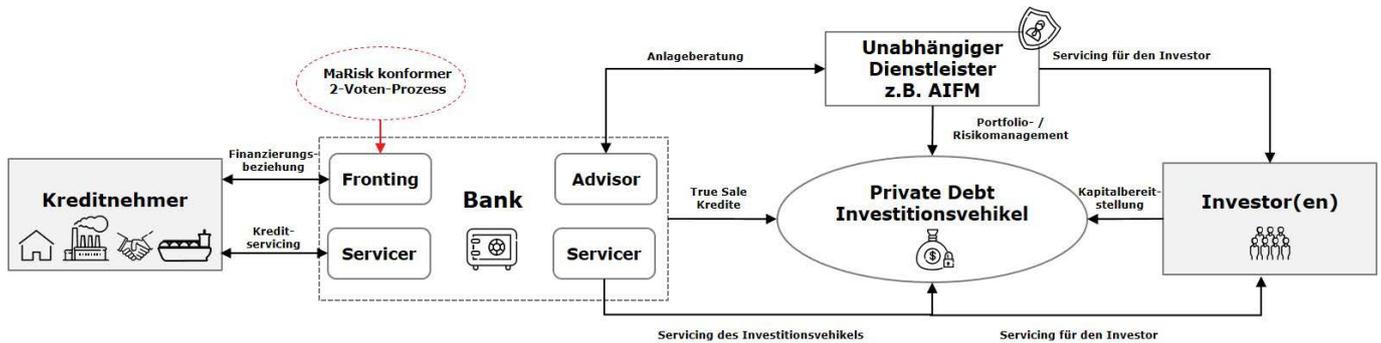
Servicing der Kredite verbleibt bei der Bank

Ein weiterer Vorzug einer Private Debt Investitionsstruktur aus dem Haus einer Bank ergibt sich aus dem Kreditservicing, welches über den gesamten Zyklus des Darlehens, ab der Auszahlung bis zur Rückführung, bei der Bank verbleibt. So profitieren Investoren von der langjährigen Kreditbetreuungsexpertise und dem aktiven Kreditmanagement des Instituts, über das viele Investoren aufgrund der fehlenden Infrastruktur oft nicht selbst verfügen können. Hierbei werden alle Aufgaben aus der Kreditweiterbearbeitung abgedeckt. Dazu gehört z.B. die nach MaRisk (BTO 1.2.2) jährliche Kreditüberwachung zur Einhaltung der vertraglichen Vereinbarungen vom Kreditnehmer. Schwerpunkte der Überwachungsaktivität sollen die laufende Auseinandersetzung der zuständigen Mitarbeiter mit dem Adressenausfallrisiko bzw. der aktuellen Kreditwürdigkeit des Kreditnehmers sowie die regelmäßige Überprüfung der Sicherheiten sein. Diese Überwachungsaktivitäten führt die Bank regelmäßig und ggf. anlassbezogen durch. Eine besondere Bedeutung hat die Einreichung von Unterlagen zur Offenlegung der wirtschaftlichen Verhältnisse gemäß § 18 KWG. Zusätzlich führt die Bank im Rahmen der Kreditüberwachung für unter Risikogesichtspunkten wesentliche Engagements eine quartalsweise Überprüfung durch. Dies soll zum einen eine frühzeitige Identifizierung der Risiken gewährleisten und zum anderen zeitnah angemessene Handlungen ermöglichen. Hierfür kommen z.B. Verfahren zum Einsatz wie die Analyse der Kontoführung und des Kreditnehmerverhaltens, die Analyse der wirtschaftlichen Verhältnisse, die Sicherheitenbewertung oder die Covenantüberwachung. Zusätzlich sieht die MaRisk klare Regelungen für die Intensivbetreuung und Behandlung von Problemkrediten vor. Daher profitieren Investoren von einer Art Sicherheitsnetz von diesen bankinternen Abteilungen, in denen auf die Sanierung bzw. Abwicklung von Krediten spezialisierte Mitarbeiter tätig sind. Die Verantwortung für diese Sanierungs- und Abwicklungsprozesse obliegt der Marktfolge und ist damit außerhalb des Marktbereichs angesiedelt.

Folglich dient auch im Servicing der Kredite das bereits vorhandene regulatorische Rahmenwerk, dem die Banken selbst unterliegen, als starkes Rückgrat für das Risikomanagement.

Für institutionelle Investoren mit einem konservativen, sicherheits-

Risiko-Rendite optimiertes Kreditgeschäft meets Private Debt – Anlagemöglichkeiten für konservative Investoren



orientierten Anlagefokus bietet das Kreditgeschäft von Banken daher eine gute, Risiko-Rendite-optimierte Anlageopportunität. Für Banken bietet sich mit der Etablierung von Private Debt Strukturen die Möglichkeit, eine neue strategische Perspektive in einem herausfordernden regulatorischen Umfeld aufzubauen. Genau in dieser strategischen Phase befindet sich zurzeit auch unser Bankhaus. Die Ausplatzierung von strategisch gewolltem Kreditgeschäft an Investoren in bilateralen Strukturen gehört nun schon seit Jahren zum Portfolio der Bank. Unser Ziel im Bereich Corporate Banking ist die Skalierung dieses Geschäftsfelds, zunächst in den Finanzierungsclassen Shipping und Real Estate Debt und damit die Transformation vom kreditgebenden Institut zum Asset Manager im Bereich Private Debt.

Kontakt und Autorin:

M.M.Warburg & CO (AG & Co.)
Kommanditgesellschaft auf Aktien
Ferdinandstraße 75
20095 Hamburg
www.mmwarburg.de

Charlotte Höntsche
Prokuristin - Corporate Banking
 Tel.: +49 40 3282-2597
 E-Mail: choentschke@mmwarburg.com

Weitere Ansprechpartner:

Dr. Philip Marx, LL.M.
Bereichsleiter Corporate Banking
 Tel.: +49 40 3282-2485
 E-Mail: pmarx@mmwarburg.com

Julian Stern
Abteilungsleiter - Corporate Banking
 Tel.: +49 40 3282-2484
 E-Mail: jsstern@mmwarburg.com

Infrastructure Debt: Stabilitätsanker im volatilen Umfeld

Das Umfeld hat sich drastisch verändert: Zweistellige Inflationsraten drohen, ein scharfer Zinsanstieg, der noch nicht abgeschlossen ist, hohe und weiter steigende Energiepreise mit Versorgungsengpässen sowie Lieferkettenstörungen mit Produktionsausfällen. Viele Investoren fragen sich, ob sie mit der Assetklasse Infrastrukturkredite richtig aufgestellt sind.

Diese Frage lässt sich leicht beantworten: Attraktive Renditeaufschläge bei begrenztem Risiko und hoher Qualität der Investments sind gefragt. Langfristinvestoren sind ohnehin schon bei ruhigem Börsenwetter so aufgestellt gewesen, dass sie gut durch Schlechtwetterphasen kommen. Bei den Anlagezeiträumen von 20 oder 30 Jahren ist die Modellierung und Einbeziehung verschiedener Konjunkturlagen Standard in der Stressanalyse, sowie eine tiefe ESG-Prüfung, damit die Qualität der Investments lange Bestand hat.

Viele Investoren sind in dieser Assetklasse noch unterinvestiert und haben allein aus Gründen einer ausbalancierten, gute diversifizierten Kapitalanlage noch höheren Bedarf. Deswegen gilt jetzt: Zeit zu handeln, wenn andere noch zögern.

Infrastruktur gehört die Zukunft

Die G7-Staaten wollen in Infrastruktur investieren, so haben sie es auf ihrem Gipfel im bayrischen Elmau verkündet. Startpunkt ist ihre Partnerschaft für globale Infrastruktur und Investitionen. Aktueller und besser lässt sich die überragende Bedeutung der Infrastruktur für Gesellschaft, Politik und Wirtschaft kaum auf den Punkt bringen.

Wie notwendig eine leistungsfähige Infrastruktur ist, zeigt die aktuelle Gasknappheit in Deutschland. Es ist die Infrastruktur, die Handlungsoptionen eröffnet, aber auch begrenzt. Das Versorgungsnetz zu den Einspeisepunkten aber auch die nationale Verteilung, LNG-Terminals und eine mögliche Umrüstung der Gasinfrastruktur auf grünen Wasserstoff sind zentrale Fragen einer nachhaltig klimafreundlichen Energieversorgungssicherheit, die unmittelbar die politische und wirtschaftliche Souveränität Deutschlands bedingt. Die Dringlichkeit und Wichtigkeit des Bedarfs steht außer Frage.

Für Investoren bedeutet dies, dass es einen hohen Bedarf an Infrastrukturfinanzierungen geben wird. Staaten sind auch bereit, private Investoren zu vernünftigen Konditionen zu beteiligen. Zudem sollten Investoren verstärkt ESG-Kriterien bereits in der Projektplanung berücksichtigen. Klar ist: Ohne Digitalisierung, innovative Zukunftstechnologien und Klimaneutralität gibt es keinen Weg in eine nachhaltige Zukunft. Für Anleger ist das eine gute Nachricht – denn für sie tun sich erhebliche Investitionschancen auf.



Thomas Bayer,
Head of Illiquid Debt,
MEAG

Gewaltiger Investitionsstau

Allein in Deutschland bewegt sich der geschätzte Investitionsbedarf über die kommenden fünf Jahre von Bildung bis Verkehr im dreistelligen Milliardenbereich. Für Europa sieht der Juncker-Plan ein Investitionsvolumen im hohen dreistelligen Milliardenbereich vor. Der immense Erneuerungsbedarf und die genannten Programme werden in den kommenden Jahren für einen steten Strom neuer Ausschreibungen und Projekte sorgen, für deren Umsetzung die private Bereitschaft zur Finanzierung und Investition dringend benötigt wird. Die Staaten können und sollten diese Schuldenlast mit Blick auf zukünftige Generationen nicht allein schultern.

ESG-Kriterien sind essenziell

Schon heute gilt: ESG-Kriterien nehmen für Vermögensverwalter bei der initialen Prüfung, aber auch beim laufenden Monitoring von Infrastrukturprojekten eine wichtigere Rolle ein. Ihre Berücksichtigung wird kontinuierlich ausgebaut, intensiver in der Due Diligence der Investitionen betrieben und ist fest im Investitionsprozess verankert. Die Ergebnisse aus der ESG-Prüfung sollten vom Front Office, wie auch funktionsunabhängig vom Risikomanagement, in den Entscheidungsvorlagen dokumentiert und dem Investment Committee vorgelegt werden. So haben alle Entscheidungsinstanzen volle Transparenz über Chancen und Risiken einer Investition – nicht nur in finanzieller Hinsicht, sondern eben auch im Hinblick auf ESG-Kriterien. Eine Steuerung größerer Infrastruktur-Portfolien kann somit gezielt unter dem Aspekt der Nachhaltigkeit und transparenter Governance erfolgen.

Wesentlich ist hierbei die Analyse von Fragen zu Umwelteinwirkungen auf das Projekt (Outside In) und Auswirkungen eines Infrastrukturprojekts auf Mensch und Natur (Inside Out). Im Zuge steigender Anforderungen an die Transparenz werden mehr relevante Daten erhoben und ausgewertet. Am Ende bedarf es dabei einer Gesamtschau auf mögliche Konsequenzen einer Investition. Anhand der folgenden zwei Praxisbeispiele zeigt sich, wie wichtig eine umfassende ESG-Risikobewertung bereits zur Projekt-Due-Diligence für Investitionsentscheidungen sein kann.

Infrastructure Debt: Stabilitätsanker im volatilen Umfeld

Beispiele aus der Anlagepraxis: Autobahn & Rechenzentrum

Die Finanzierung von Autobahnen im Rahmen eines PPP-Modells ist ein „Klassiker“ im Bereich Infrastruktur-Investments. In Finnland erfolgte 2014 eine PPP-Ausschreibung für den Bau sowie langfristigen Betrieb eines Autobahnteilstücks der E18. Der Streckenabschnitt gehört zu den Transeuropäischen Verkehrsnetzen (TEN-V), einer EU-Initiative zur engeren Zusammenführung ihrer Mitgliedstaaten. Das Teilstück ist deswegen hinsichtlich des Buchstaben S in ESG hoch bewertet. Doch während der Due Diligence des Projekts galt es kritisch zu beurteilen, dass die Autobahn durch ein Gebiet verlaufen würde, in dem eine geschützte Tierart verbreitet ist. Die Streckenführung berücksichtigte bereits die Habitate der nordeuropäischen Gleithörnchen. Die finnischen Behörden hatten entschieden, dass ein verbleibendes Habitat geschützt und geordnet umgesiedelt werden musste, bevor mit den Bauarbeiten begonnen werden konnte. Die Entscheidung für die Autobahn war mit Blick auf den Tierschutz somit abgesichert. Mit Hilfe von Experten wurde der Bestand der betroffenen Gleithörnchen erhoben, diese eingefangen und in einem neuen, geeigneten Areal wieder ausgesetzt. Somit ließen sich Tierschutz und Kohäsion in der EU ideal miteinander vereinen.

Neu ist die Finanzierung großer Rechenzentren. Im konkreten Fall ging es um einen sogenannten Hyperscaler in den Niederlanden. Hyperscaler sind bei laufendem Betrieb „Stromfresser“, es ist daher vorteilhaft und wichtig, dass hierfür möglichst emissionsfrei erzeugter Strom aus Erneuerbaren Energien genutzt wird. Gleichzeitig müssen Hyperscaler gekühlt bzw. innerhalb bestimmter Temperaturbereiche betrieben werden. Dennoch wurde im Rahmen der ESG-Prüfung gezeigt, dass die zukunftsweisende, digitale Infrastruktur des Projekts mit Klimaschutzzielen vereinbar ist. Das Design sowie passive Kühlelemente des Gebäudes tragen maßgeblich zur energieschonenden Kühlung der Serveranlagen bei. Künftig ist bei vergleichbaren Rechenzentren zudem denkbar, dass die Abwärme weiterverwendet wird, indem sie in Fernwärmenetze eingespeist oder für die Beheizung von angrenzenden Gewächshäusern oder Aquakulturen genutzt wird. Gleichzeitig sollte die Errichtung eines Rechenzentrums in einem dicht besiedelten Gebiet nicht zu Lasten von Wohnraumflächen gehen. In dem vorliegenden Beispiel ist der Standort ein ehemaliges Hafengebiet, für das keine Wohnbesiedlung zugelassen ist.

Private Investoren liefern Beitrag zum Klimaschutz

Die Analyse von Transaktionen unter ESG-Aspekten ist heute essenziell und muss an steigende, regulatorische Anforderungen angepasst werden. Ja, mehr noch: Mit Blick auf die Pariser- und die

COP26-Klimaziele ist nachhaltiges Investieren von überragender Bedeutung für den Kapitalmarkt und seine Akteure. Doch der Weg zur angestrebten Klimaneutralität bis 2050 ist ambitioniert. Für Investitionstätigkeiten im Infrastrukturbereich bedeutet das, sich mit noch mehr Nachdruck auf CO₂-neutrale Industrie- und Produktionsanlagen, Carbon-Capturing, alternative Antriebe und neue Formen der Energiegewinnung zu konzentrieren. Dazu zählen CO₂-Filteranlagen, Produktion und Verteilung von Wasserstoff und fortgeschrittenere Verfahren im Recycling von Wert- und Rohstoffen.

Umsetzung: Maßgeschneiderte Verpackungen

In der Assetklasse Infrastructure Debt geht es um Kreditfinanzierungen. In welcher Verpackung bzw. Form, d. h. als Inhaber- oder Namensschuldverschreibung, ist eher zweitrangig. Das Spektrum der Investitionen reicht von PPP, z. B. Schulen, Krankenhäuser und Kindergärten, bis hin zu volumenabhängigen Projekten, bei denen die Verzinsung abhängig von der Nutzung ist. Die Kreditfinanzierungen werden zusammen mit einem Sponsor abgeschlossen, der in der Regel auch der Eigenkapitalgeber ist. Oft wird als Hülle für das Fremdkapital eine Namensschuldverschreibung gewählt. Dieses Format ist für institutionelle Anleger der Versicherungswirtschaft und ähnlich ausgerichtete Anleger gut investierbar. Allerdings sind diese Schuldverschreibungen nicht mit „normalen“ gleichzusetzen, denn das zugehörige Vertragswerk umfasst mehrere hundert Seiten. Eine Namensschuldverschreibung hat für Anleger den Vorteil, dass sie ideal in die bekannte Welt des Anlegens nach dem Versicherungsaufsichtsgesetz, Sicherungsvermögen, Anlageverordnung und Bildung von Stillen Reserven hineinpasst. Sie ist daher perfekt kompatibel im Accounting, Risikocontrolling oder auch im aufsichtsrechtlichen Meldewesen dieser Anleger. Diese Kriterien sind wichtige, relevante Hygienefaktoren und meistens Voraussetzung für eine ordnungsgemäße und regelkonforme Kapitalanlage dieser Investoren.

Passgenaues Rendite-Risiko-Profil

Investments in Infrastrukturkrediten erfolgen entsprechend Kundenwunsch in der Praxis zu 75 bis 80 Prozent im Investment-Grade-Bereich. Viele institutionelle Investoren, Personenversicherungen, Leben oder Kranken, sowie Pensionskassen, Versorgungswerke und ähnlich ausgerichtete Anleger streben dabei in der Regel eine Duration von länger als zehn Jahren an und benötigen besicherte Anlagen mit einer hohen Prognosegüte hinsichtlich des Cashflows. Insbesondere finden diese Kriterien auf Lebensversicherungen Anwendung. Einige dieser Anleger investieren auch unterhalb von Investment Grade, da es hier unter Rendite-Risiko-Überlegungen gute Opportunitäten gibt. Alle Kredite werden sehr genau auf ihre nachhaltige Werthaltigkeit geprüft und während der gesamten Laufzeit eng überwacht. Im Fokus der Due Diligence aber auch der laufenden

Infrastructure Debt: Stabilitätsanker im volatilen Umfeld

Überwachung stehen die langfristige Schuldendienstfähigkeit und ESG-Aspekte. Es gibt in den Kreditverträgen auch Covenants, welche zusammen mit anderen Sicherheiten den Investor schützen, sofern sich Dinge nicht wie gewünscht entwickeln. Die Überwachung ist sehr wichtig, um frühzeitig das Gespräch mit dem Kreditnehmer zu suchen, so dass ein Bruch der Covenants vermieden wird.

Zugangswege in die Anlageklasse

Investoren wenden sich am besten an Asset Manager mit einem starken Marktzugang, einer hervorragenden Risikoexpertise, einem sehr guten Track Record, insbesondere aber auch Lieferfähigkeit, also die Fähigkeit, Commitments zügig am Markt zu platzieren. Eine mindestens zehnjährige Erfahrung mit der Assetklasse Infrastrukturkredite ist notwendig sowie ein gut sortiertes Bestandsportfolio, das als Ausweis gilt, in unterschiedlichen Jurisdiktionen auch schwierigere Situationen zu Gunsten des Anlegers auflösen zu können. Nur dann ist ein guter Zugang zu einer großen Investitionspipeline gewährleistet, um Gelder schnell ins Geldverdienen zu bringen.

Auswirkungen einer Zinswende und Inflation

Eine der drängendsten Fragen derzeit ist, ob sich bei höheren Renditen sicherer Staatsanleihen Engagements in Illiquid Debt noch lohnen oder ob hier bereits eine Rückbesinnung einsetzen sollte. Das ist keine Frage, die sich pauschal beantworten lässt, weil es auf Anlageziele und das bestehende Portfolio ankommt. Grundsätzlich folgen bei steigenden Renditen von sicheren Staatsanleihen die Renditen von Illiquid Debt nicht 1:1, sondern die Risikoprämien laufen leicht zusammen. Trotzdem gibt es immer noch einen attraktiven Renditeaufschlag und aufgrund der breiteren Risikodiversifizierung bietet die Assetklasse Illiquid Debt weitere Vorteile. Viele institutionelle Anleger sind auch noch unterinvestiert und suchen weiter Illiquid Debt. Deswegen kann bei der Mehrzahl der Anleger davon ausgegangen werden, dass noch viel Luft für Investments vorhanden sein dürfte.

Auch müssen die Geschäftsmodelle mit Blick auf ihre Resilienz bezüglich der Inflation analysiert werden – vor einem möglichen Investment. Zum Teil gibt es feste Preisanpassungsklauseln, es lassen sich auch vertragliche Vorkehrungen treffen. Für den Kreditgeber hat am Ende die Auswirkung der Inflation auf die Ausfallwahrscheinlichkeit erste Priorität. Die Analyse der Bonität muss zwingend Zins- und Inflationsrisiken beinhalten. Wichtig ist dabei: Den Inflationsschutz gibt es nicht automatisch, der Kreditgeber muss ihn analysieren, ggf. weiterführende Lösungen vorschlagen und ihn aushandeln können.

Seit Jahren ist eine aus anderen Märkten bekannte Entwicklung zu beobachten, dass neu hinzukommende Investoren in einfachen

Segmenten unterwegs sind, während erfahrene Asset Manager sich den anspruchsvolleren Abschnitten zuwenden. Routinierte Manager mit hohem Anlagevolumen bieten den Vorteil, dass sie die Strukturierung der Kredite und eine maßgeschneiderte Stückelung und Verpackung für ihre Kunden selbst übernehmen, und nicht auf Dienstleister angewiesen sind. Darüber hinaus können sie aufgrund Größe und Vielzahl angestammter Mandanten auch große Volumina abnehmen und platzieren. Das macht diese Manager für viele Kreditnehmer zum attraktiven Partner, die Komplexität in der Wertschöpfung ist möglichst überschaubar, der Prozess effizient und kostengünstig strukturiert.

Fazit

Institutionelle Anleger und ihre Manager stellen sich gerne ihrer Verantwortung, nachhaltige Zukunftsprojekte zu finanzieren, die obendrein einen Beitrag zum Klimaschutz leisten. Sie schaffen für die Gesellschaft eine intakte und zukunftsfähige Infrastruktur. Die Chancen dieser Investitionen sind unter finanziellen und wirtschaftlichen Gesichtspunkten immens. Um sie zu nutzen, ist eine profunde Expertise aller wertbeeinflussender Faktoren einschließlich Zins- und Inflationsentwicklung sowie einschlägiger ESG-Kriterien jedoch unumgänglich – und zwar nicht nur vor, sondern auch während eines Investments.

Kontakt und Autor:

MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH

Am Münchner Tor 1

80805 München

www.meag.com

Hartwig Rosipal

Head of Institutional Sales

Tel.: +49 89 2489-2877

E-Mail: hrosipal@meag.com

Infrastructure Debt: Stabilitätsanker im volatilen Umfeld

Disclaimer

Diese Unterlage dient Werbezwecken und wird von der MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH („MEAG“), München, verteilt. Die hierin enthaltenen Informationen stammen von Quellen, die MEAG als zuverlässig einschätzt. Diese Informationen sind jedoch nicht notwendigerweise vollständig und ihre Richtigkeit kann nicht garantiert werden. Geäußerte Prognosen oder Erwartungen sind mit Risiken und Ungewissheiten verbunden. Die tatsächlichen Entwicklungen können daher wesentlich von den geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen. MEAG behält sich Änderungen der geschilderten Einschätzungen vor und ist nicht verpflichtet, diese Unterlage zu aktualisieren. Wertentwicklungen und Auszeichnungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen und Auszeichnungen.

Diese Unterlage wird Ihnen ausschließlich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie ist weder als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten gedacht, noch als Anlageberatung, Anlageempfehlung, Finanzanalyse oder Rating. Sie beinhaltet auch keine Zusagen oder sonstige Verpflichtungen von Unternehmen der Munich Re (Gruppe) zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, Gewährung von Krediten oder sonstigen Investitionen in etwaigen hier beschriebenen Projekten.

Die MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH ist eine Kapitalverwaltungsgesellschaft im Sinne des Kapitalanlagegesetzbuches. Sie verwaltet Publikumsinvestmentvermögen und Spezial-AIF mit unterschiedlichen Anlageschwerpunkten und erbringt die Finanzportfolioverwaltung auch für institutionelle Anleger, die nicht der Munich Re (Gruppe) angehören. Im Rahmen investimentrechtlicher Zulässigkeit kooperiert die MEAG eng mit der MEAG MUNICH ERGO AssetManagement GmbH. Diese ist ein reiner Konzern-Asset-Manager und erbringt die Finanz- und Immobilienportfolioverwaltung sowie die Anlageberatung ausschließlich für Unternehmen der Munich Re (Gruppe).

MEAG, deren verbundene Unternehmen sowie deren jeweiligen Führungskräfte, Direktoren, Partner und Beschäftigte, einschließlich Personen, die an der Erstellung oder Herausgabe dieses Dokuments beteiligt sind, können von Zeit zu Zeit mit den Finanzinstrumenten handeln, diese besitzen oder als Berater in Bezug auf diese Instrumente auftreten. Weder die MEAG noch die mit ihr verbundenen Unternehmen, ihre Führungskräfte oder Beschäftigte übernehmen irgendeine Haftung für einen unmittelbaren oder mittelbaren Schaden, der sich aus einer Verwendung dieser Veröffentlichung oder ihres Inhalts ergibt.

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Einschätzungen und Informationen sind nicht für die Verteilung an oder Verwendung durch eine Person oder ein Rechtssubjekt in einer Gerichtsbarkeit oder einem Land bestimmt, in dem diese Verteilung gegen nationales Recht oder nationale Vorschriften verstoßen würde. Insbesondere darf diese Veröffentlichung nicht in den Vereinigten Staaten, Kanada, Singapur oder Großbritannien verteilt werden.

Alle Rechte vorbehalten. Weitere Informationen können angefordert werden. Alle Angaben mit Stand 07/2022, soweit nicht anders angegeben.

MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH, Am Münchner Tor 1, 80805 München – Deutschland

Der Weg zum krisenfesten Private-Debt-Portfolio: Determinanten der Diversifikation und Managerselektion im Lower-Mid-Market

Die Assetklasse Private Debt kann Schutz in unruhigen Marktlagen bieten. Dafür sollte das Portfolio jedoch möglichst vielseitig sein. Die vielfältigen Investmentdimensionen von Private Debt gepaart mit der richtigen Managerselektion ermöglichen ein breites und krisenresistentes Portfolio.

Der Assetklasse Private Debt wird nachgesagt, dass sie während der COVID-Pandemie erstmals ihre Krisentauglichkeit bewiesen hat. Dies greift etwas zu weit, denn dieser Pandemie wurde mit nie dagewesenen Staatseingriffen in Europa und Nordamerika begegnet. Die im Frühjahr 2020 noch umfangreich erwarteten Kreditausfälle sind zwar bisher ausgeblieben, aber mutmaßlich aber nur aufgeschoben. Hinzu kommt: Der russische Angriffskrieg dauert an, Disruptionen in den Lieferketten und Preisverwerfungen bei Rohstoffen und eine weiter steigende Inflation haben starke Auswirkungen auf das aktuelle Marktgeschehen. Und durch die Volatilität an den liquiden Märkten findet eine Verschiebung der Asset Allokation statt. Private Debt kann Schutz in solchen unruhigen Marktlagen bieten, doch ein belastbares, krisenfestes Private-Debt-Portfolio sollte möglichst vielseitig aufgebaut sein: Es kombiniert Manager, die in ihren jeweiligen Nischen spezialisiert sind, diversifiziert über verschiedene Strategien, Regionen, Unternehmensgrößen, Eigentümerschaften und ist auf Risikomitigierung ausgerichtet.

Strategiemix im Fokus

Direct Lending ist als „Allwetterstrategie“ in der Lage, über alle Phasen des Marktzyklus stabile Renditen zu erwirtschaften und sollte den Kern eines jeden Private Debt Portfolios darstellen. Gegen das Zinsänderungsrisiko (und somit auch implizit gegen inflationäre Entwicklungen) bietet Direct Lending eine natürliche Absicherung, da die Kredite typischerweise variabel verzinst und mit einem Floor ausgestattet sind. Zudem agieren Direct-Lending-Fonds vorwiegend sektoragnostisch und vermeiden zyklische Branchen, was wiederum zur Stabilität beiträgt. Distressed-Debt- oder Special-Situation-Strategien profitieren hingegen als Folge einer Rezession oder Marktverwerfung von Zahlungsausfällen, Insolvenzen sowie komplexen oder zeitlich akuten Finanzierungssituationen und eignen sich daher gerade im aktuellen Umfeld als Satelliten zur Renditeoptimierung. Je größer die Anzahl der



Alexander Stern,
Geschäftsführer,
Kapital 1852 Beratungs GmbH



David Hansen,
Fondsmanager Private Debt,
Kapital 1852 Beratungs GmbH



Sven Gralla,
Fondsmanager Private Debt,
Kapital 1852 Beratungs GmbH

Investmentopportunitäten und je attraktiver die Einstiegspreise/konditionen, desto höher die Erfolgswahrscheinlichkeit auf eine überdurchschnittliche Performance.

Durch Kombination der aufgeführten Strategien schafft man zudem eine Art natürlichen Hedge im Portfolio, sollte es beispielsweise infolge eines überproportionalen Zinsanstiegs und gleichzeitiger Eintrübung der Konjunktur bei Unternehmen mit nicht adäquaten Kapitalstrukturen und Liquiditätsmanagement zu Zahlungsausfällen und Insolvenzen kommen. Letztere können jedoch durch eine adäquate Managerselektion mit Fokus auf Risikoabsicherung im Bereich Direct Lending mitigiert werden.

Der Weg zum krisenfesten Private-Debt-Portfolio: Determinanten der Diversifikation und Managerselektion im Lower-Mid-Market



Global allokieren, Risiken mitigieren

Eine krisenfeste Investmentstrategie sollte auch verschiedenste Wirtschaftsräume berücksichtigen, um die jeweiligen konjunkturellen und politischen Einflüsse und damit verbundene ökonomische Implikationen auszubalancieren, und somit das Risiko idiosynkratischer Schocks möglichst zu verringern. Zudem ist es eine lokale Verwurzelung des Managers in der jeweiligen Region nicht zu vernachlässigen, wenn nicht gar entscheidend. Schließlich sind unter anderem die jeweiligen regulatorischen Regime – was insbesondere das Insolvenzrecht angeht – und Kulturen zwischen Europa, Nordamerika und Asien sehr unterschiedlich. Durch eine geografische Diversifikation kann außerdem eine Selektion von Managern mit gleicher Strategie und gleichem regionalen Fokus vermieden werden. Auch der Umstand, dass die Manager mit dem Kapital des Investors sich innerhalb des Investmentprozesses gegenseitig unterbieten wird so umgangen. In einer globalen Allokation dürfen der weltweit größte und institutionellisierte nordamerikanische sowie der weiterhin stark aufstrebende europäische Markt nicht fehlen.

Direct Lending ist nicht gleich Direct Lending

Mit Blick auf die Unternehmensgrößen zeichnet sich insbesondere im sogenannten Upper-Mid-Market (EBITDA > 50 Mio. EUR) über die letzten Jahre ein rasantes Wachstum der Fondsvehikel ab. Dabei besteht die Gefahr, dass einige Manager den Fokus der ursprünglichen Investmentstrategie verloren haben und nun in deutlich größere Unternehmen mit unterschiedlichem Rendite-Risiko-Profil,

aber insbesondere mit weniger Kontrollrechten, investieren. Zudem unterliegt dieses Marktsegment einem starken Wettbewerbsdruck, der durch die Visibilität und dem Wettbewerb mit alternativen Finanzierungsformen (Syndizierte Kredite, Kapitalmarktfinanzierungen etc.) ausgelöst wird.

Der (Lower)-Mid-Market (EBITDA < 50 Mio. EUR) ist deutlich regionaler, intransparenter und heterogener. Hier können in einigen Nischen teilweise deutlich höhere Renditen erzielt werden als im Upper-Mid-Market. Dies muss nicht zwangsläufig mit einem höheren Risiko einhergehen, sondern kann ebenfalls auf einem regionalen kompetitiven Vorteil und dem Angebot-Nachfrage-Ungleichgewicht (deutliche größere Anzahl an mittelständischen Unternehmen bei geringer Anzahl an Finanzierungsgebern) beruhen. Insbesondere Manager mit einer engen regionalen Verankerung sind oftmals in der Lage, Transaktionen frühzeitig zu sichten und abzuschließen. Die beschriebenen Eigenschaften sind umso stärker ausgeprägt, je kleiner die Unternehmen sind.

Im Kontext der Eigentümerschaft lässt sich durch die bessere Verhandlungsposition innerhalb von Non-Sponsored-Transaktionen eine höhere Rendite erzielen. Auf der anderen Seite kann eine PE-Sponsored-Transaktion einen höheren Schutz im Krisenfall bedeuten, sofern der PE-Manager beispielsweise frisches Kapital zur Verfügung stellt.

Der Weg zum krisenfesten Private-Debt-Portfolio: Determinanten der Diversifikation und Managerselektion im Lower-Mid-Market

Kapitalschutz steht an oberster Stelle

Die Rendite ist bei Direct Lending natürlich begrenzt, wodurch der Fokus auf Absicherung liegen sollte, um Zahlungsausfälle und in letzter Instanz Kapitalverluste zu vermeiden. Der wohl offensichtlichste Schutz liegt in der Kreditseniorität und der damit einhergehenden Vorrangigkeit im Verwertungsfall. Die vertragliche Seniorität sollte allerdings stets in Verbindung mit der Ziel-Kapitalstruktur des Unternehmens betrachtet werden. Hierzu nutzt man typischerweise Kennzahlen wie den Verschuldungsgrad (EBITDA-Leverage) und den Loan-to-Value (Verhältnis von Fremdkapital zu Unternehmenswert). Die Implementierung des Schutzes beginnt bereits in der Due Diligence und mündet unmittelbar in einer risikoadäquaten Kreditausgestaltung und -dokumentation. Das heißt, je intensiver der Manager das Zielunternehmen prüfen kann, desto eher ist er in der Lage die wesentlichen Risiken zu erfassen, bewerten und schließlich zu mitigieren bzw. adäquat zu bepreisen. Die Verhandlungsmacht kann von den oben beschriebenen Unternehmensgrößen oder Eigentümerschaften abhängen. Insbesondere im Lower-Mid-Market sind Private Debt Manager in der vertraglichen Verankerung von Covenants, Beobachterrechten und hochfrequentierten Berichtspflichten tendenziell bevorteilt.

Im Kontext der Risikomitigierung, ist zudem der Leverage auf Fondsebene zu beleuchten, insbesondere weil dieser im nordamerikanischen Markt standardmäßig verwendet wird. Durch den Einsatz von Leverage kann zwar die Rendite erhöht, doch auch das Risiko-Profil grundsätzlich verändert werden, da Erträge auf Fondsebene dem Investor nur noch nachrangig zufließen. Investitionen in Fonds mit Leverage sollten deshalb nur in Betracht gezogen werden, sofern eine umfangreiche Analyse der nicht gehebelten Zinsbasis durchgeführt und für ausreichend befunden wurde und zugleich das individuell zu definierende Downside-Szenario einen adäquaten Schutz verspricht.

Portfolio veredeln durch Auswahl der „richtigen“ Manager bei stringentem Prüfprozess

Werden die genannten Vielseitigkeits-Aspekte berücksichtigt, trägt dies zur Steigerung der Diversifikation und damit einhergehend auch zur Krisenfestigkeit des Private-Debt-Portfolios bei. Doch mit einem

krisenfest konstruierten Private-Debt-Portfolio ist es noch nicht ganz getan. Ist die strategische Asset Allokation verabschiedet, gilt es, das krisenfesten Private-Debt-Portfolio mit der richtigen Managerselektion zu veredeln. Doch wie selektiert man die passenden und am erfolgversprechendsten Manager? Die schlechte Nachricht vorab: Es gibt kein Rezept, das alle Dimensionen der Managerselektion abdeckt. Gute Investments tätigt man erstens niemals losgelöst aus einem Portfoliokontext und zweitens, möglichst erst dann, wenn man den Markt in seinen Breiten und Tiefen analysiert hat. Die nachfolgenden Grafiken zeigen genau diese Breiten und Tiefen und die zuvor erläuterten Dimensionen und Unterschiede bei Direct-Lending-Managern. So sind die Renditeerwartungen sowie das Risikoprofil in Abhängigkeit der Marktgröße teils unterschiedlich. Insbesondere im Lower- bis Mid-Market sind einige Manager in der Lage, eine höhere Rendite zu erzielen, ohne aber gleichzeitig ein höheres Risiko, in Form des EBITDA-Leverages, einzugehen. Insbesondere in diesem Marktsegment werden Informationsasymmetrien und Marktineffizienzen eingepreist, erfordern aber zwangsläufig den lokalen Zugang und eine angemessene Fondsgröße, um nicht überproportionalen administrativen Kosten zu unterliegen. Bezüglich der Vielseitigkeit der Eigentümerschaft in den Portfolien – PE-Sponsored versus Non-Sponsored – zeichnet sich ein sehr klares Bild: Je größer die durchschnittlichen Unternehmen in den Portfolien sind, desto größer ist der Anteil an PE-Sponsored-Transaktionen.

Im Median investiert der Direct-Lending-Manager in circa 40 Kredite. Hier zeigen sich natürlich Unterschiede: Insbesondere bei neuen Managern im Lower-Mid-Market, die noch nicht über das ausreichende Funding oder die entsprechende Pipeline verfügen, sind die Portfolien tendenziell in Bezug auf Anzahl der finanzierten Unternehmen kleiner. Im Lower-Mid- bis Mid-Market gibt es einige Manager die in der Lage sind, eine überdurchschnittliche Rendite pro Einheit des eingesetzten Leverages zu erzielen. Dies liegt zum einen an den verhältnismäßig geringen Verschuldungsgraden der Unternehmen und zum anderen an der starken Verhandlungsposition einiger Manager – insbesondere bei Non-Sponsored-Transaktionen. Dementsprechend sind natürlich auch die kombinierten Gebühren (Management Fee und Performance Fee) bei diesen Managern höher.

Der Weg zum krisenfesten Private-Debt-Portfolio: Determinanten der Diversifikation und Managerselektion im Lower-Mid-Market



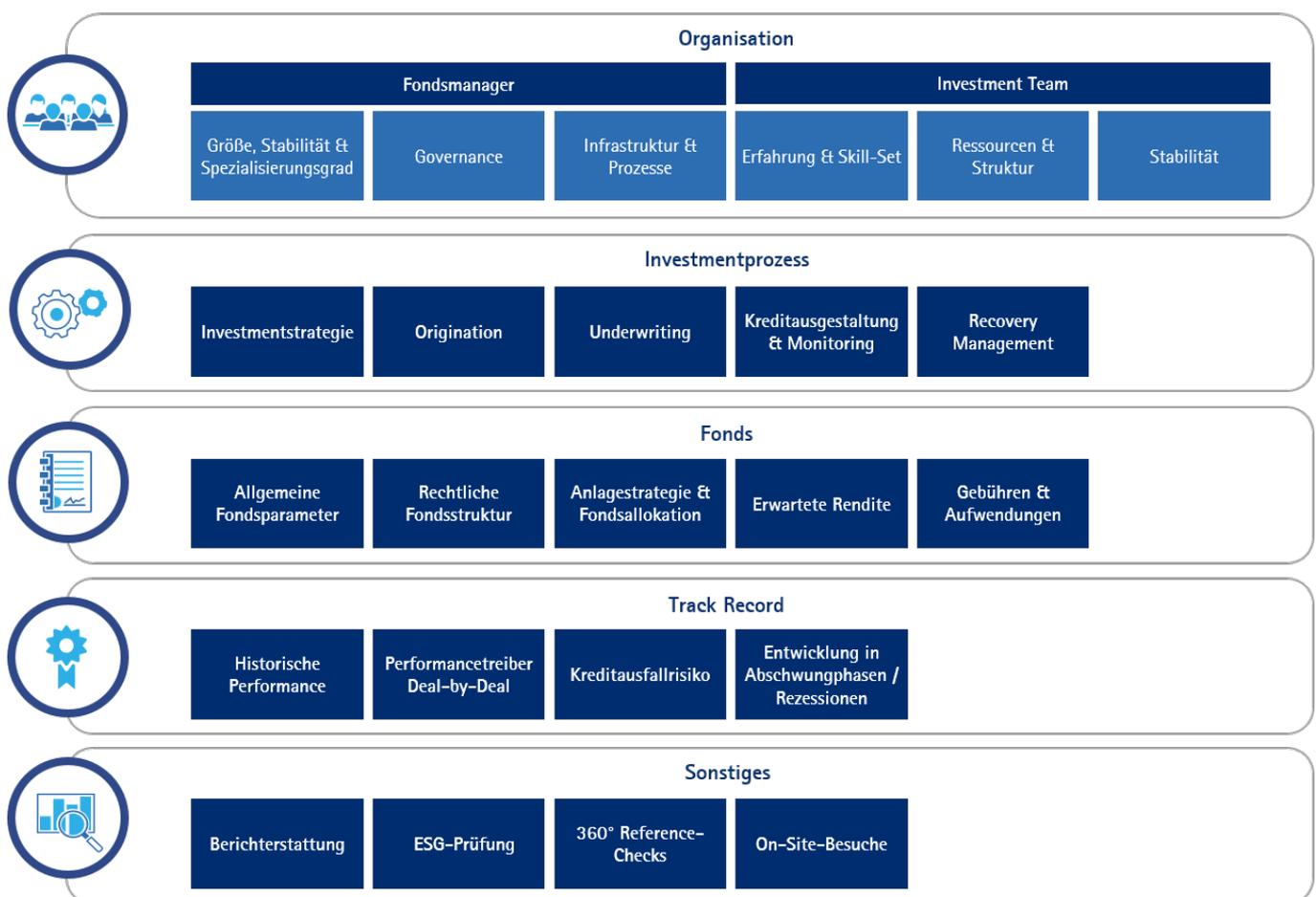
● Fondsgröße
 → Unternehmensgröße (EBITDA)
 ↑ Parameter (siehe Titel)

Quelle: Kapital 1852 Due Diligence Database, Eigene Ausarbeitung

Der Weg zum krisenfesten Private-Debt-Portfolio: Determinanten der Diversifikation und Managerselektion im Lower-Mid-Market

Zudem ist ein klar strukturierter und kaskadierter Investmentprozess entscheidend. Bei der Managerselektion kommt es aus unserer Sicht auf einen klaren Fokus der jeweiligen Organisation an. Die verschiedenen Substrategien von Private Debt fordern teilweise gänzlich unterschiedliche Erfahrungen des Teams. Hierbei sollte man sich nicht auf Manager verlassen, die eine Art „Gemischtwarenladen“ anbieten, sondern vielmehr auf Manager mit klarem Fokus, der entsprechenden Erfahrung, Expertise und Track Record. Diese Manager kann man erst dann selektieren, wenn man die entsprechende Datenbasis und das Marktverständnis erarbeitet hat.

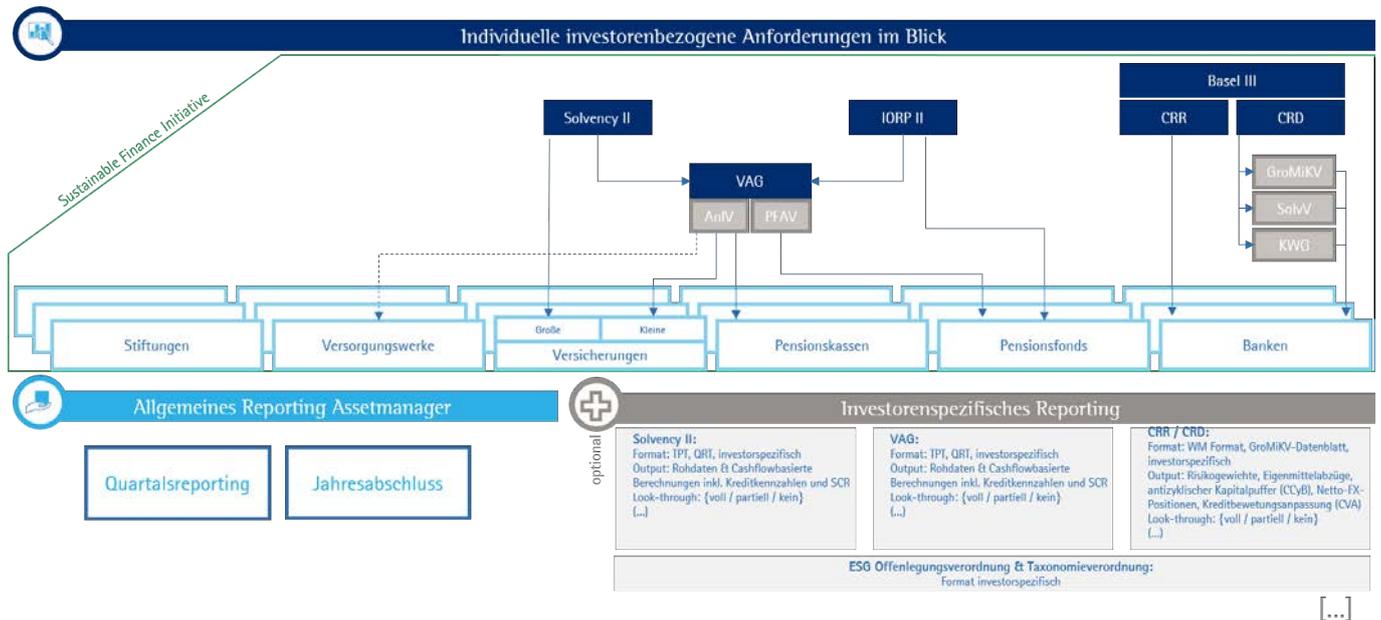
Egal ob Direktfonds oder Dachfonds: Vor jedem guten Investment steht eine tiefgehende Due Diligence. Bei der ökonomischen Due Diligence stehen verschiedenste Faktoren im Fokus, wie (1) Organisation, (2) Investmentprozess, (3) Strategie / Rahmendaten, (4) Track Record und (5) sonstige Themen wie etwa Reporting oder ESG. Abgerundet wird die ökonomische Due Diligence durch On-Site-Visits & Reference Checks, die das Bild der zugrundeliegenden Analyse bestenfalls untermauern und festigen sollten.



Da gerade das Thema Reporting für hiesige institutionelle Investoren eine große Bedeutung und gerade durch den jeweiligen Regulator klar definierter Anforderungen zu erfüllen hat, jedoch insbesondere fernab des europäischen Marktes die Reporting-Standards stark divergieren und teilweise ungenügend sind, bedarf es im Rahmen des gesamten Due Diligence Prozesses einer großen Sorgfalt. Selbst am institutionalisierten nordamerikanischen Markt sind die Reportings deutlich weniger umfangreich als in Europa,

was insbesondere regulierte institutionelle Investoren vor deutliche Herausforderungen stellen kann. Insbesondere Loan-Level-Based-Data auf Quartalsebene zu erhalten, ist keine Selbstverständlichkeit, aber insbesondere für Solvency- und CRRII-Investoren eine Notwendigkeit. Daher sollte früh im Investmentprozess sichergestellt werden, dass der Manager die lokalen Anforderungen versteht und erfüllen kann – respektive will.

Der Weg zum krisenfesten Private-Debt-Portfolio: Determinanten der Diversifikation und Managerselektion im Lower-Mid-Market



Zu guter Letzt sollten sich Private-Debt-Investoren abschließend in Abhängigkeit der Erfahrung, der personellen Ressourcen, der Kapitalausstattung sowie unter Abwägung des Kosten-Aufwand-Ertrags-Verhältnisses überlegen, welcher Zugangsweg für sie der passendste ist.

Mittelgroße institutionelle Investoren mit noch geringem Private-Markets-Exposure können sich beispielsweise der Assetklasse Private Debt aber auch über Single-Managed-Accounts (SMA) nähern. Hierbei gilt es ebenfalls darauf zu achten, welche Manager vom SMA zur Selektion vorgeschlagen werden. Insbesondere kleine Investoren könnten den Einstieg in die Assetklasse via Dachfonds wählen, sofern sich die Allokation nicht über das Personal oder das Kapital darstellen lässt. Beim Zugangsweg des Dachfonds steht natürlich der Trade-Off zwischen Einsparung von Personalkapazitäten, Erfahrung und Losgrößeneffekten sowie auf der anderen Seite der doppelstöckigen Kostenstruktur im Mittelpunkt des Entscheidungsprozesses.

Kontakt und Autoren:

Kapital 1852 Beratungs GmbH
Schwannstraße 10,
40476 Düsseldorf
www.1852.capital/de

Alexander Stern

Geschäftsführer

Telefon: +49 211 4952-196

E-Mail: Alexander.Stern@hal-privatbank.com

David Hansen

Fondsmanager Private Debt

Telefon: +49 211 4952-691

E-Mail: David.Hansen@hal-privatbank.com

Sven Gralla

Fondsmanager Private Debt

Telefon: +49 211 4952 118

E-Mail: Sven.Gralla@hal-privatbank.com

Direct Lending – alternative Anlageklasse mit attraktivem Risiko-Rendite-Profil

Marketing-Anzeige. Nur für professionelle Anleger.

Immer mehr Investoren entdecken die Vorteile von Direct Lending. Als konservative, auf Risikominderung ausgerichtete Anlageklasse und mögliche alternative Quelle für regelmäßige Einnahmen, reale Renditen und Kapitalwachstum weist Direct Lending gerade im aktuellen Marktumfeld einige besonders interessante Merkmale auf.

Die Kapitalmärkte stehen unter Druck. Geopolitische Spannungen, eine hohe Inflation, steigende Zinsen und Wachstumsängste sorgen für hohe Kursschwankungen und stellen Anleger vor große Herausforderungen. In diesem Umfeld kann eine Direct Lending-Allokation unserer Ansicht nach dabei helfen, das Portfolio zu stabilisieren und höhere Renditen zu erwirtschaften.

Direct Lending ist eine Kreditfinanzierungsform, bei der direkte Kredite, vorwiegend von institutionellen Investoren, an meist mittelständische Unternehmen vergeben werden. In der Regel handelt es sich um illiquide, privat platzierte Schuldtitel ohne Rating, die nicht als Wertpapiere verbrieft sind.

Merkmale dieser Anlageklasse

Direct Lending besticht durch attraktive, in der Illiquidität, Komplexität und den Ineffizienzen in diesem Marktsegment begründete Kreditaufschläge sowie eine kurze Kapitalbindung. Direktkredite bieten strukturelle Absicherungen für die Kreditgeber wie individualisierbare Kreditschutzklauseln. Gleichzeitig zeichnen sich mittelgroße Kreditnehmer traditionell durch eine geringere Ausfallrate und eine höhere Rückgewinnungsquote aus. Als tendenziell vorrangig besicherte Schuldtitel stehen Direktkredite an der Spitze der Kapitalstruktur und verfügen über alle Sicherheiten der Unternehmen. Wie bei allen Anlagen gilt zu beachten, dass auch alternative Anlageprodukte mit Risiken verbunden sein können.

Die Mehrheit der Kreditnehmer befindet sich im Besitz von Private-Equity-Sponsoren. So investieren Anleger bei Direct Lending-Strategien an der Seite einiger der erfahrensten Private-Equity-Investoren der Welt. Auch dadurch, dass diese zunächst viel Kapital bereitstellen – bis zu 50 Prozent des Werts dieser Unternehmen –, ist das Investment innerhalb der Kapitalstruktur relativ gut abgesichert.

Als variabel verzinsliche Anlageklasse performt Direct Lending in Zeiten steigender Zinssätze tendenziell überdurchschnittlich, kann Anlegern also eine natürliche Absicherung gegen höhere Zinsen und Inflation bieten. Die variable Zinskomponente ist in der Regel durch einen sogenannten Zins-Floor begrenzt. Dieser stellt sicher, dass die Verzinsung auch bei sinkenden Zinsen positiv bleibt.



Thomas Adler,
Team Head Pensions & Treasury,
Invesco Asset Management

Die Anlageklasse Direct Lending zeichnet sich durch eine niedrige Korrelation zu anderen Anlageklassen und eine tendenziell sehr geringe Volatilität im Vergleich zum breiten Aktien- und Anleihenmarkt aus. Zudem ist eine breite Diversifikation über verschiedene Wirtschafts- und Industriebereiche möglich. Damit kann eine Beimischung von Direktkrediten Investoren eine natürliche Absicherung und Diversifizierung in einem breiteren Portfolio bieten und das Risiko-Ertrags-Verhältnis traditionell ausgerichteter Portfolios verbessern.

Der „Middle Market“ im Fokus

Der globale Markt für private Kreditfinanzierungen ist in den letzten Jahren stark gewachsen, bleibt aber im Vergleich zum Markt für Hochzinsanleihen ein kleines Kreditsegment. Hinter dem Wachstum dieses Marktes steht vor allem der zunehmende Rückzug der Banken aus der direkten Unternehmensfinanzierung infolge der Marktconsolidierung und steigenden regulatorischen Anforderungen im Nachgang der globalen Finanzkrise.

Insbesondere im mittleren Marktsegment haben sich dadurch große Finanzierungslücken aufgetan, die neue Investitionsmöglichkeiten für alternative Kreditgeber eröffnet haben. Letztere haben diese gerne genutzt, da der „Middle Market“ bislang im Vergleich zu anderen Anlagemöglichkeiten im Direct Lending mit die attraktivsten Erträge und gleichzeitig einen besonders starken Gläubigerschutz bietet und sich als beständigstes Segment der Anlageklasse erwiesen hat.

Der US-amerikanische Middle Market, auf den sich das Direct-Lending-Geschäft von Invesco konzentriert, ist der größte und etablierteste Direct Lending-Markt der Welt. Er umfasst mehr als 200.000 Unternehmen mit einem Jahresumsatz zwischen 10 Mio. und 1 Mrd. US-Dollar. Diese Unternehmen machen ein Drittel des BIP des privaten Sektors in den USA aus und haben fast 50 Millionen Beschäftigte.¹ Der Markt ist riesig, die Nachfrage nach Kapital enorm – und Direct Lending hat sich zum Mittel der Wahl entwickelt, um diese Nachfrage zu bedienen.

¹ Quelle: National Center for the Middle Market, "Year End 2021 Middle Market Indicator"

Direct Lending – alternative Anlageklasse mit attraktivem Risiko-Rendite-Profil

Von den drei Segmenten des Middle Market Lending Universums ist das untere Marktsegment der Unternehmen mit einem Unternehmenswert von unter 100 Mio. US-Dollar tendenziell anfälliger für negative oder idiosynkratische Ereignisse. Auch fehlt es ihm oft an ausreichender Infrastruktur und Governance. Das „Upper Middle Market“ Segment der Unternehmen mit einem Unternehmenswert von über 750 Mio. US-Dollar erscheint dagegen aufgrund des Wettbewerbs, der Preisgestaltung und der Kreditgeberbedingungen weniger attraktiv. Daher liegt unser Fokus auf dem dazwischenliegenden „Core Middle Market“.

Was die Arten von Unternehmen angeht, in die investiert wird, sind Stabilität und Langlebigkeit die wichtigsten Merkmale, da entscheidend ist, inwieweit die Unternehmen in der Lage sein werden, das Investment im Laufe der nächsten drei bis fünf Jahre zu bedienen. Statt Unternehmen, die von kurzlebigen Trends, zum Beispiel im Einzelhandel oder High-Tech-Bereich, profitieren, stehen Unternehmen mit stabilen Merkmalen im Fokus, zum Beispiel aus den Bereichen Konsumgüter, Unternehmensdienstleistungen, Industrie oder Gesundheitswesen.

Für die Auswahl der stabilsten und langlebigsten Unternehmen ist eine spezielle Sektor-Expertise daher unerlässlich. Bei der Betrachtung des Mehrwerts, den Manager mit ihren Mittelstandskrediten bieten können, halten wir drei Faktoren für entscheidend:

1. ein erfahrenes Team und eine breite Private-Credit-Plattform mit der Fähigkeit, Opportunitäten ausfindig zu machen,
2. die Fähigkeit des Teams, eine qualitativ hochwertige, sektorspezifische Kreditprüfung mit eingebettetem Fachwissen durchzuführen sowie zunehmend
3. die Fähigkeit, ESG-Überlegungen systematisch in den gesamten Investitionsprozess zu integrieren.

Potenzieller Mehrwert durch ESG-Integration

Angesichts der insgesamt zunehmenden Nachhaltigkeitsorientierung der Investoren ist die vermehrte Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten auch ein wichtiger Treiber des Anlegerinteresses an der Anlageklasse Direct Lending.

Im Vergleich zu anderen Anlageklassen ist die Berücksichtigung von ESG-Faktoren (E: Umwelt, S: Soziales, G: Governance) bei diesen Anlagen komplex, wird von Asset Managern wie uns aber bereits seit vielen Jahren praktiziert.

Mittelständische Unternehmen gehen die Integration von ESG-Kriterien in ihre Unternehmenskultur oft weniger gezielt an. Kreditgeber können auf positive Veränderungen hinwirken, indem sie die

Kreditnehmer über die mit ESG-Verbesserungen verbundenen finanziellen und nichtfinanziellen Vorteile aufklären.

Asset Manager als Kreditgeber können ihre langjährigen Beziehungen zu Finanzsponsoren nutzen, um ESG-Dialoge zu initiieren, und durch ihren direkten Zugang zu den Unternehmen konstruktive Diskussionen fördern. Durch systematische ESG-Analysen können sie potenzielle, auch branchenspezifische Risiken und Chancen identifizieren. Mit individuellen, praxisorientierten Initiativen können sie die Emittenten zur Anwendung von ESG-Praktiken ermutigen und durch regelmäßige Follow-ups und Engagement messbar positive Veränderungen bewirken. Neben einem besseren Risikomanagement ermöglicht dieser Prozess eine bessere Sensibilisierung für die Themen, die für die Asset Manager und ihre Kunden von größter Bedeutung sind.

Bei der Portfoliokonstruktion können Mindestkriterien für ESG-Ratings und bestimmte Sektorausschlüsse angewendet werden. Emittenten, die die definierten ESG-Kriterien nicht erfüllen, können ausgeschlossen werden.

Die Einbindung von ESG in Direct Lending bleibt jedoch eine Herausforderung. Gerade bei den verfügbaren Daten gibt es trotz bedeutender Fortschritte in den vergangenen Jahren immer noch große Defizite. Da es in diesem Bereich noch keinen allgemeingültigen Standard für die ESG-Integration gibt, ist aus Anlegersicht wichtig, dass der Anbieter der Wahl neben umfassender Expertise und Erfahrung in diesem Bereich auch über ein eigenes ESG-Rahmenwerk und einen bewährten Prozess verfügt.

Mehr Raum für Wachstum

Durch das wachsende Angebot von Vermögensverwaltern haben institutionelle Investoren in den letzten zehn Jahren besseren Zugang zu Mittelstandskrediten als Anlageklasse erhalten. Das Segment hat sich als Finanzierungsalternative etabliert, eine längere Performancehistorie ist verfügbar und die Markttransparenz inzwischen recht hoch.

Im aktuellen Umfeld bietet Direct Lending unserer Ansicht nach attraktive Anagemöglichkeiten für Investoren, die von der Komplexitäts- und Illiquiditätsprämie der Anlageklasse profitieren und ihr Portfolio breiter aufstellen möchten. Trotz größerer Risiken durch eine globale Wachstumsabschwächung, eine hohe Inflation und höhere Bewertungen halten wir den Ausblick für Privatkredite für günstig. Direct Lending-Strategien dürften weiter von starken Kreditfundamentaldaten profitieren. Aufgrund ihrer variablen Verzinsung könnten ihnen zudem steigende Zinsen zugutekommen.

Direct Lending – alternative Anlageklasse mit attraktivem Risiko-Rendite-Profil

Nach den pandemiebedingten Verzerrungen sind viele geläufige Indikatoren wie Credit Spreads und Leverage inzwischen auf das vorpandemische Niveau zurückgekehrt und auch das Verhältnis von Angebot und Nachfrage spricht weiter für Direktkredite. Der Finanzierungsbedarf durch die zunehmenden Aktivitäten der Private-Equity-Sponsoren bleibt ein wichtiger Wachstumstreiber – in der Private Equity Branche ist so viel Kapital wie nie zuvor auf der Suche nach Anlagen. In Verbindung mit einem robusten M&A-Umfeld und einem weltweit anhaltenden Rückzug der Banken aus dem mittelständischen Kreditgeschäft sorgt dies vermutlich für ein günstiges Umfeld für private Kreditgeber. Dementsprechend dürften auch die Spreads attraktiver bleiben als an den Märkten für Hochzinsanleihen oder syndizierte Leveraged Loans.

Erfahren Sie mehr über die [Private Credit-Plattform von Invesco](#).

Wesentliche Risiken

Der Wert einer Anlage und die Erträge hieraus können sowohl steigen als auch fallen und es ist möglich, dass Anleger den ursprünglich angelegten Betrag nicht zurückerhalten. Alternative Anlageprodukte können mit hohen Risiken verbunden sein, gehebelte Investments tätigen und andere spekulative Anlagepraktiken verfolgen, die das Verlustrisiko erhöhen können. Sie können hochgradig illiquide sein, müssen Investoren möglicherweise keine regelmäßigen Preis- oder Bewertungsinformationen zur Verfügung stellen, können komplexe steuerliche Strukturen und Verzögerungen bei der Weitergabe wichtiger Steuerinformationen mit sich bringen. Sie unterliegen nicht den gleichen regulatorischen Anforderungen wie Investmentfonds und erheben häufig höhere Gebühren, die etwaige Handelsgewinne aufzehren können. In vielen Fällen sind die zugrunde liegenden Investments zudem nicht transparent und nur dem Investmentmanager bekannt. Die frühere Wertentwicklung lässt nicht auf zukünftige Renditen schließen.

Wichtige Informationen

Diese Marketing-Anzeige dient lediglich zu Diskussionszwecken und richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger in Deutschland. Dieses Marketingdokument stellt keine Empfehlung dar, eine bestimmte Anlageklasse, Finanzinstrument oder

Kontakt und Autor:

Invesco Asset Management Deutschland GmbH
An der Welle 5
60322 Frankfurt am Main
www.de.invesco.com

Thomas Adler

Team Head Pensions & Treasury

Tel.: +49 (0)69 29 807 137

E-Mail: Thomas.Adler@invesco.com

Strategie, zu kaufen oder verkaufen. Das Dokument unterliegt nicht den regulatorischen Anforderungen, welche die Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen/Anlagestrategieempfehlungen sowie das Verbot des Handels vor der Veröffentlichung der Anlageempfehlung/Anlagestrategieempfehlung vorschreiben. Die in diesem Material dargestellten Prognosen und Meinungen sind subjektive Einschätzungen und Annahmen des Fondsmanagements oder deren Vertreter. Diese können sich jederzeit und ohne vorherige Ankündigung ändern. Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass die Prognosen wie vorhergesagt eintreten werden.

Über Invesco

Die Invesco Asset Management Deutschland GmbH gehört zur Invesco Ltd., einer der weltweit größten unabhängigen Vermögensverwaltungsgesellschaften mit einem verwalteten Vermögen in Höhe von 1.449 Milliarden US-Dollar (Stand: 31. Juli 2022). Stand der Daten: August 2022, sofern nicht anders angegeben. Herausgeber dieser Information in Deutschland ist Invesco Asset Management Deutschland GmbH, An der Welle 5, D-60322 Frankfurt am Main.

EMEA 2341430/2022

Der Markt für Real Estate Private Debt – Neue Perspektiven für Kreditnehmer und Investoren

Einleitung

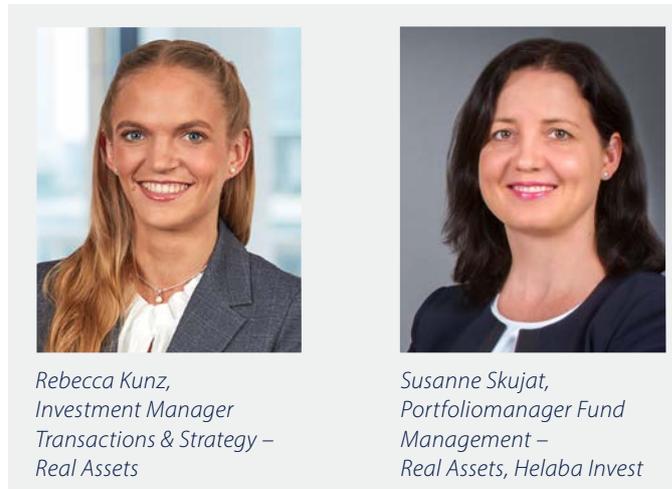
Der Real Estate Private Debt Markt hat sich in den letzten Jahren in Europa zu einer etablierten institutionellen Assetklasse mit überdurchschnittlichen Wachstumsraten entwickelt. Die Veränderungen der Rahmenbedingungen auf dem europäischen Immobilienmarkt im ersten Halbjahr 2022 wirken sich auch auf die Assetklasse Real Estate Private Debt aus. Die Assetklasse profitiert von strukturellen Vorteilen und einer geringeren Volatilität gegenüber Eigenkapitalinvestments auf dem Immobilienmarkt. In Zeiten gestiegener Marktunsicherheit und in einem durch Heterogenität geprägten Marktumfeld steigt die Bedeutung der Managerselektion und Diversifikation weiter.

Entwicklung zu einer etablierten institutionellen Assetklasse

Real Estate Private Debt hat sich in den vergangenen Jahren als ein Segment des Immobilienmarkts mit überdurchschnittlichen Wachstumsraten entwickelt. Die Gründe hierfür sind vielfältig und finden sich auf der Kreditnehmer- und Investoreenseite.

Veränderungen des regulatorischen Umfelds (insb. Basel II/III sowie perspektivisch Basel IV) führen zu einer Neubewertung von Kreditrisiken bzw. deren Eigenkapitalhinterlegung. In der Folge ziehen sich Banken aus Teilbereichen des Marktes zunehmend zurück. Hierdurch steigt die Nachfrage nach Alternativen Kreditgebern, diese Lücke zu füllen. Gleichzeitig zeichnen sich diese durch eine höhere Flexibilität und Geschwindigkeit aus. Im Vereinigten Königreich stieg der Anteil Alternativer Kreditgeber an den ausstehenden Immobilienkrediten von 2% im Jahr 2012 auf 12% im Jahr 2020. Auch Versicherungen bauten ihren Anteil am Markt in diesem Zeitraum deutlich von 8% auf 16% aus, während Banken ihr Engagement von 90% auf 72% reduzierten. Insbesondere im kleinteiligen Marktsegment mit Finanzierungen unter 20 Mio. GBP stellen Alternative Kreditgeber bereits heute über 40% der Marktteilnehmer.¹ Die Umschichtung von Banken in Richtung Alternativer Finanzierer wird auch in den kommenden Jahren weiter anhalten, wenn die Kredite der letzten Jahre auslaufen und neue Finanzierungen abgeschlossen werden.

Die Assetklasse bildet neben Eigenkapitalinvestments in Aktien-, Anleihen- und Immobilienmärkte eine sinnvolle Ergänzung für Investorenportfolios. Anleger profitieren grundsätzlich von einer geringen Bewertungsvolatilität bei regelmäßigen Ausschüttungen und vergleichsweise schnellen Kapitalabrufen. Getrieben durch die



Natur der Assetklasse sorgen u.a. Illiquiditäts- und Komplexitätsprämien für attraktive Risiko-Rendite-Verhältnisse. Der INREV Capital Raising Survey 2022 kommt zu dem Ergebnis, dass mit rd. 19% des im Jahr 2021 für europäische Immobilieninvestments eingesammelten Kapitals schon im zweiten Jahr in Folge fast 20% auf Real Estate Private Debt-Strategien entfielen (im Vorjahr 22%). Im Jahr 2019 betrug der Anteil noch lediglich 5%. Bislang sind Versicherungen (40%) und Pensionsfonds (37%) die dominierenden Investoren in Real Estate Private Debt Fonds.² In einer weiteren INREV Befragung in 2022 gaben 19% der befragten Investoren mit Investitionsplänen in Europa an, ihre Allokation zu Real Estate Private Debt in den kommenden zwei Jahren ausbauen zu wollen, 30% wollen die aktuelle Allokation beibehalten und nur 3% reduzieren. 48% der Befragten investieren bislang nicht in solche Strategien.³

Dies unterstreicht, dass es sich bei Real Estate Private Debt um eine Assetklasse handelt, die in Europa trotz hoher Zuwächse in den letzten Jahren weiterhin am Beginn ihres Lebenszyklus steht. Ausgehend von dieser Entwicklung und dem geschätzten heutigen Marktvolumen des europäischen Immobilienfinanzierungsmarktes von rund 1,8 Billionen EUR ergeben sich mittel- bis langfristig erhebliche weitere Wachstumsperspektiven. Derzeit liegt der Anteil der „non-bank lenders“ am Finanzierungsmarkt in Europa bei rd. 10%. Bei einem unterstellten Anstieg dieses Marktanteils auf das aktuelle Niveau im Vereinigten Königreich (25%) ergäbe sich rechnerisch ein Marktvolumen von 450 Mrd. EUR, das in den nächsten Jahren zu erschließen ist. Setzt man den US-Markt als Maßstab für einen institutionell sehr weit entwickelten Debt Markt hierzu ins Verhältnis, steigt das potentielle Marktvolumen auf 720 Mrd. EUR.⁴

¹ Cass Business School Commercial Real Estate (CRE) Lending Report – YE 2020

² INREV Capital Raising Survey 2022

³ INREV Investment Intentions Survey 2022

⁴ PGIM – European Real Estate Debt: Where Next? (September 2021)

Der Markt für Real Estate Private Debt – Neue Perspektiven für Kreditnehmer und Investoren

Die Assetklasse im aktuellen Marktumfeld

Seit Jahresbeginn 2022 haben sich die Rahmenbedingungen für den europäischen Immobilienmarkt spürbar verändert. Starke und schnelle Zinsanstiege, steigende Materialkosten sowie eine gestiegene wirtschaftliche und geopolitische Unsicherheit in Folge des Kriegs in der Ukraine setzen den Immobilienmarkt unter Druck. Von dieser Entwicklung sind sowohl Eigenkapital- als auch Fremdkapitalinvestoren betroffen. Aufgrund des Risikopuffers sind Fremdkapitalgeber gegenüber den Eigenkapitalgebern im Vorteil und können somit insgesamt mit einer geringeren Volatilität in unsicheren Marktphasen rechnen. Weiterhin ergeben sich auf der Fremdkapitalseite durch das höhere Zinsniveau positive Effekte auf die Renditeerwartungen. Variabel verzinsten Darlehen und Neukredite profitieren direkt von den Zinsanstiegen seit Jahresbeginn.

Bereits während der Covid19-Pandemie hat sich gezeigt, dass eine gestiegene Marktunsicherheit zu einem stärkeren und schnelleren Rückzug der Banken geführt und weitere Potentiale für Alternative Kreditgeber eröffnet hat. Diese Entwicklung zeichnet sich auch im aktuellen Marktumfeld ab. Alternative Financier erhalten Zugangsmöglichkeiten zu vergleichsweise konservativeren Finanzierungsprofilen aus denen sich Banken bereits zurückziehen. Außerdem führt das geringere Finanzierungsangebot zu einer Stärkung der Verhandlungsposition Alternativer Kreditgeber, was sich direkt auf die Finanzierungsstrukturen beispielsweise durch höhere Margen, geringere LTV-Level, striktere Covenants oder umfangreichere Sicherheitenpakete auswirkt. Folglich können Investoren in der Regel von einer gestiegenen Attraktivität der Risiko-Rendite-Profile profitieren.

Die aktuellen Entwicklungen setzen jedoch auch viele Kreditnehmer unter Druck, sodass sich die Refinanzierung von Krediten aufgrund von Verzögerungen im Verkauf oder bei der Projektentwicklung sowie durch hohe Refinanzierungskosten als Herausforderung darstellen kann. Auch bei der Budgetierung von Baumaßnahmen oder den Annahmen im Underwriting können sich Veränderungen ergeben, welche die Bedienung der Verbindlichkeiten gefährden könnten. Einzelne Darlehen können abhängig von Sektoren und Risikoprofilen somit im aktuellen Marktumfeld höheren Ausfallrisiken ausgesetzt sein, sodass die Bedeutung der Risikoanalyse insbesondere nach Sektoren, Risikoprofilen und Kreditnehmern vor einer Investmententscheidung steigt.

Manager- und Fondslandschaft in Europa

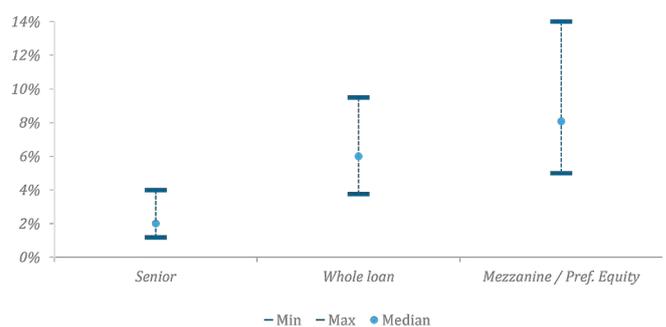
Die Manager- und Fondslandschaft in der Assetklasse Real Estate Private Debt ist durch eine hohe Heterogenität charakterisiert. Die starke Marktdynamik, die hohe Investorennachfrage in den letzten Jahren sowie die mittel- bis langfristige Wachstumsperspektive für Real Estate Private Debt in Europa haben zu einem starken Anstieg der Anzahl

von Real Estate Private Debt Managern geführt, deren Plattformen und Ansätze sich deutlich voneinander differenzieren. Wesentliche Unterschiede finden sich insbesondere in den Institutionalisierungsgraden, der Aufstellung der Investmentteams, dem Investmentprozess und Asset Management sowie dem In- und Outsourcing von Prozessschritten. Der Investmentansatz variiert von einem eher bankennahen Ansatz bis hin zu einem stark unternehmerisch geprägten Ansatz. Eine einheitliche Entwicklung lässt sich jedoch über nahezu alle Zielfondsmanager beobachten: einen verstärkten ESG-Fokus insbesondere im Hinblick auf die EU-Offenlegungsverordnung. ESG-Themen werden inzwischen von nahezu jedem Zielfondsmanager im Investmentprozess berücksichtigt, wenngleich der Umfang und die Umsetzung zum Teil deutlich divergieren.

Die derzeit investierbaren Produkte der Manager umfassen eine weite Bandbreite an Investmentmöglichkeiten von hochspezialisierten, geographisch und/oder sektoral fokussierten Strategien bis hin zu generischen, sektor- und länderübergreifenden Strategien. Die Longlist der Helaba Invest umfasst auswertbare Daten für 81 derzeit investierbare Strategien von 62 Zielfondsmanagern mit einem angestrebten Zielvolumen von insgesamt EUR 41,6 Mrd. in den Segmenten Senior (17%), Whole Loan (38%) und Mezzanine (45%) und verdeutlicht das Spektrum an Investmentopportunitäten.

Die Heterogenität der investierbaren Strategien zeigt sich dabei bereits deutlich in der Bandbreite der angestrebten Netto-Zielrenditen in der Longlist der Helaba Invest.

Netto-Zielrenditen nach Fondsstrategie



Quelle: Longlist der Helaba Invest

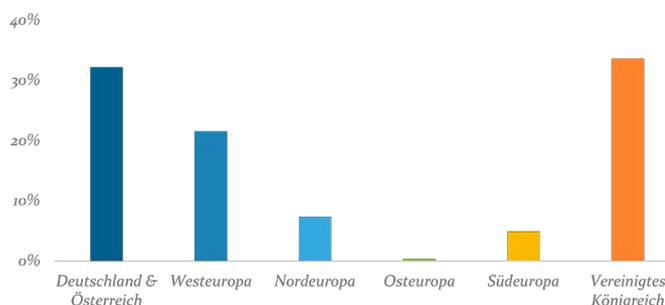
Hier gilt es, die angestrebten zu finanzierenden Objekte und die Finanzierungsstrukturen in der jeweiligen Strategie genau zu verstehen, um das Rendite-Risiko-Profil zu beurteilen und adäquat in den Gesamtmarkt einzuordnen. Insbesondere im Bereich von Mezzanine-Finanzierungen finden sich zum Teil große Unterschiede hinsichtlich der vertraglichen Regelungen und den Besicherungsstrukturen. Zusätzlich sollte die Gebührenstruktur nicht nur in der absoluten Höhe, sondern auch in der Ausgestaltung und unter Berücksichtigung der Interessen der Investoren geprüft und bewertet werden.

Der Markt für Real Estate Private Debt – Neue Perspektiven für Kreditnehmer und Investoren

Die Gebührenbandbreite ist je nach Strategie häufig sehr weit und setzt sich aus verschiedensten Gebührenkomponenten zusammen, die je nach Ausgestaltung einen hohen Einfluss auf die Gesamtgebühr haben können.

Hinsichtlich der geographischen Zielallokation überwiegen Fonds mit einem länderübergreifenden Ansatz (62%) verglichen zu Fonds mit einem länderspezifischen Fokus (38%). Fonds mit einem spezifischen Länderfokus investieren überwiegend entweder ausschließlich im Vereinigten Königreich oder in Deutschland. In den geplanten Investmentvolumina nach Region zeigen sich deutliche Unterschiede in den Allokationen in Primär- und Sekundärmärkte. Insgesamt verteilt sich die angestrebte geographische Allokation aller Strategien zu einem Großteil auf die Primärmärkte Deutschland und Österreich mit 32%, sowie das Vereinigte Königreich mit 34% und Westeuropa mit 22% (insbesondere Frankreich, Niederlande und Irland).

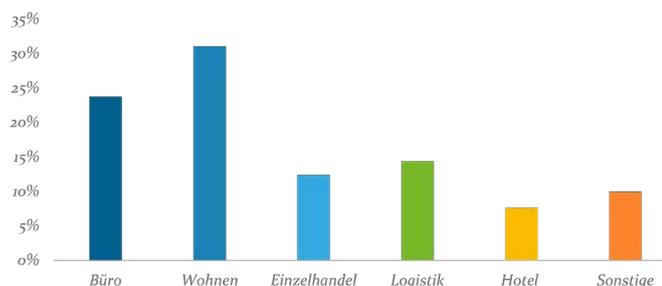
Geographische Allokation
(nach geplantem Investitionsvolumen)



Quelle: Longlist der Helaba Invest

In der sektoralen Allokationsbetrachtung zeigt sich, dass die meisten Fonds sektorübergreifend investieren (92%). Fonds, die sich ausschließlich auf einen Sektor fokussieren, finden sich nahezu ausschließlich im Bereich wohnwirtschaftlich genutzter Immobilien. Die dominierenden Nutzungsarten sind Büro (24%) und Wohnen (31%), gefolgt von Logistik (14%) und Einzelhandel (12%).

Sektorallokation
(nach geplantem Investmentvolumen)



Quelle: Longlist der Helaba Invest

In einem volatilen Marktumfeld zeigt sich die Heterogenität der Manager- und Fondslandschaft noch deutlicher. Folglich ist ein detaillierter Managerprüf- und Auswahlprozess entscheidend, um die Aufstellung und Expertise der Manager nicht nur einzuordnen, sondern insbesondere in Bezug auf die angestrebte Strategie im aktuellen Marktumfeld auch zu bewerten.

Real Estate Private Debt im Portfoliokontext

Neben der gestiegenen Bedeutung der Investmentselektion ist eine multidimensionale Diversifikation über Manager, Kreditnehmer, Regionen und Nutzungsarten im aktuellen Marktumfeld vorteilhaft. Hierbei können Multi-Manager Ansätze durch eine breite Streuung von Investments zu einer (signifikanten) Reduktion unsystematischer Risiken führen. Gleichzeitig sorgt ein ausgeglichenes Auslaufprofil von Einzelinvestments für eine Vermeidung von Klumpenrisiken in Investment-Exits.

Je nach Risikoneigung des Investors sowie in Abstimmung mit dem Gesamtportfolio kann die Strategie von Real Estate Private Debt Investments festgelegt bzw. auch zusammengesetzt werden. Der Portfolioansatz ermöglicht außerdem Investitionen in unterschiedliche Marktsegmente und Strategien (u.a. Einzelländer, Sektoren) mit spezialisierten Managern in den jeweiligen Bereichen, während die Kombination komplementärer Strategien spezialisierter Manager zu positiven Diversifikationseffekten führt.

Kontakt und Autoren:

Helaba Invest
Kapitalanlagegesellschaft mbH
JUNGHOF
Junghofstr. 24
60311 Frankfurt am Main
www.helaba-invest.de

Rebecca Kunz
Investment Manager
Transactions & Strategy – Real Assets
Phone (+49) 069 29970-150
Mobile (+49) 0160 9823 9288
E-Mail: rebecca.kunz@helaba-invest.de

Susanne Skujat
Portfoliomanager
Fund Management – Real Assets
Tel. (+49) 69/29970-573
Handy (+49) 171-2781055
E-Mail: Susanne.Skujat@helaba-invest.de

Beschleunigte Aufholjagd in der Krise

Private-Credit-Fonds profitieren von steigenden Zinsen, Inflation und Rezessionsängsten. Denn während die Banken bei der Kreditvergabe an Unternehmen immer zögerlicher werden, können die alternativen Finanzierer in diesem Umfeld ihre Stärken ausspielen und sich als Partner für die Firmen etablieren, die aus der Krise gestärkt hervorgehen werden.

Alternative Finanzierer gewinnen stetig Marktanteile in der Unternehmensfinanzierung hinzu. Auch im konservativen Deutschland, wo die traditionelle Hausbank noch die dominierende Fremdkapitalquelle ist, dürften Private-Credit-Fonds in einigen Jahren der wichtigste Kreditgeber für Firmen sein – wie es in den fortgeschritteneren Märkten USA und Großbritannien längst der Fall ist.

Der wichtigste Grund dafür ist die zunehmende Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe. Auch wenn diese in den vergangenen Jahren ihre Kapitalausstattung verbessern konnten, stehen sie immer noch unter signifikantem regulatorischem Druck, ihr Eigenkapital weiter zu stärken und Risiken zu vermeiden. Es ist kaum zu erwarten, dass dieser Druck in den kommenden Jahren abnehmen wird, vielmehr dürfte der Regulator die Daumenschrauben weiter anziehen.

Zugleich sind Banken wachsendem Kosten- und Wettbewerbsdruck ausgesetzt, zum Beispiel wegen der Konkurrenz durch Fintechs, die viele Bankdienstleistungen effizienter und kostengünstiger anbieten. Ihre Antwort auf diese Herausforderung ist die Standardisierung von Prozessen, die Schließung von Filialen und der Abbau von Personal. Gerade im Firmenkundengeschäft sind jedoch die individuelle Betreuung und das Angebot passgenauer Lösungen von elementarer Bedeutung. Banken verfügen aber über immer weniger lokale Kapazitäten selbst für Betreuung guter Kunden, was auch einen Verlust an Expertise für die Einschätzung von Risiken mit sich bringt. Immer häufiger finanzieren Banken darum Unternehmen nicht mehr, selbst wenn diese zukunftssträchtige Geschäftsmodelle haben.

Private-Credit-Fonds springen hier zunehmend in die Bresche. Denn zum einen unterliegen sie weniger regulatorischen Restriktionen, zum anderen haben sie effektivere Möglichkeiten, Risiken zu bewerten und zu tragen. Viel Kreditgeschäft, das die Banken verschmähen, betrachten die alternativen Finanzierer als hochattraktiv.

Hinzukommt, dass alternative Finanzierer den Unternehmen über das Kapital hinaus Mehrwert bieten. So sind sie zum Beispiel in der Lage, Finanzierungsstrukturen passgenau an die spezifischen Unternehmensbedürfnisse anzupassen. Gerade schnell wachsende Unternehmen haben oft hochindividuelle Anforderungen, etwa in Bezug auf Tilgungspläne oder auch auf weiteren Kapitalbedarf in der Zukunft. Ein weiterer Mehrwert von Private-Credit-Managern ist darüber hinaus, dass sie Kreditentscheidungen erheblich schneller treffen. Sie benötigen vom Antrag bis zur Zusage in der Regel wenige Wochen.



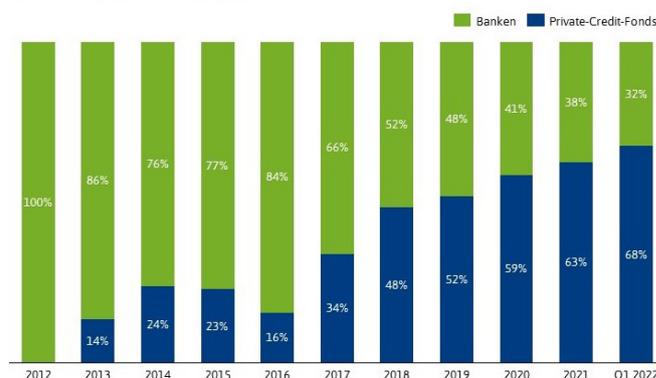
Jakob Schramm,
Partner,
Golding Capital Partners



Lucas Pech,
Director,
Golding Capital Partners

Bei Banken dauert dieser Prozess regelmäßig mehrere Monate. Zeit aber ist für viele Firmen ein sehr wichtiger Faktor, der darüber entscheiden kann, ob eine Transaktion stattfinden kann oder nicht. Immer öfter entscheiden sich Unternehmen daher für Private Credit, auch wenn die Hausbank zur Verfügung stehen würde, und obwohl Private-Credit-Fonds regelmäßig höhere Zinsen verlangen.

Marktanteile Private-Credit-Fonds vs. Banken in Deutschland



Auswirkung höherer Marktzinsen und Inflationsraten

Das aktuelle Umfeld ist grundsätzlich förderlich für Private-Credit-Fonds. Bei allgemein steigendem Zinsniveau können sie bei neuen Darlehen höhere Zinssätze durchsetzen. Aber auch in den Bestandsportfolien steigen bei bereits laufenden privaten Kreditverträgen die zu zahlenden Zinsen, da der Satz in aller Regel an einen Referenzzinssatz wie EURIBOR oder SOFR gekoppelt ist. Diese haben in den letzten Wochen deutlich angezogen.

Die eigentliche Ursache des steigenden Zinsniveaus, die steigenden Inflationsraten, sind aus Sicht der Private-Credit-Fonds zweischneidig. Die Inflation – derzeit insbesondere steigende Energie- und Rohstoffkosten sowie Löhne – erhöhen die Kostenbasis der kreditnehmenden Unternehmen, verringern ihre Margen und erhöhen damit ihr Verlust- und Insolvenzrisiko. Das bedeutet für Kreditgeber ein höheres

Beschleunigte Aufholjagd in der Krise

Ausfallrisiko. Die steigenden Zinssätze belasten die Liquidität der Unternehmen zusätzlich und verstärken den Effekt weiter. Der Trend zu höherer Inflation ist nicht erst seit Beginn des Kriegs in der Ukraine zu beobachten, wurde durch diesen aber verstärkt. In diesem Umfeld werden die Banken bei der Kreditvergabe noch restriktiver, und immer häufiger lehnen sie Kreditanträge wegen ausgeschöpfter Risikolimits ab. In der Folge wächst die Nachfrage nach alternativen Finanzierungen weiter, und der bereits laufende Trend zu einem steigenden Private-Credit-Anteil am gesamten Kreditvolumen beschleunigt sich noch einmal.

Das bedeutet allerdings keinesfalls, dass Private-Credit-Geber sämtliches von den Banken verschmähtes Geschäft aufsaugen. Auch sie werden sich Anfragen genau anschauen und gegebenenfalls abschlägig bescheiden. Vor allem Geschäftsmodelle, die im Zuge ökonomischer und geopolitischer Entwicklungen wachsenden Risiken ausgesetzt sind, sehen alternative Kreditgeber immer kritischer. Zu den Negativkriterien zählen aktuell vor allem hohe Energieintensität oder starke Abhängigkeit von Erdgas. Beides trifft zum Beispiel auf Teile der Schwerindustrie zu, weshalb es Unternehmen der Branche auch bei Private-Credit-Fonds immer schwerer haben, sich zu finanzieren. Weitere Kriterien, auf die Fonds im aktuellen Umfeld verstärkt achten, sind Zyklizität und Preisgestaltungsmacht. Unternehmen in stark zyklischen Branchen leiden in Rezessionen besonders stark unter Margenkompression. Ebenso solche, deren schwache Marktposition es ihnen nicht erlaubt, höhere Kosten an ihre Kunden weiterzugeben. Neben der strengeren Auswahl drängen private Kreditgeber im aktuellen Umfeld noch stärker als zuvor auf größere Sicherheitspuffer innerhalb von Finanzierungsstrukturen. Dies betrifft zum Beispiel das Verhältnis von Fremd- und Eigenkapital. Aktuell trägt das Eigenkapital regelmäßig mehr als die Hälfte des Gesamtvolumens einer Transaktion. Darüber hinaus liegt im derzeitigen Umfeld der Fokus stark auf dem Kapitaldienstdeckungsgrad der Kreditnehmer, also dem Verhältnis zwischen Cashflow und Zins sowie Tilgung aus der Finanzierung. Derzeit ist der Cashflow oft mehr als dreimal so hoch wie der Liquiditätsbedarf für den Kapitaldienst. Hierdurch wird sichergestellt, dass Unternehmen auch bei steigender Kostenbasis und geringeren Margen nicht in Liquiditätsschwierigkeiten kommen und ihren Verpflichtungen aus dem Kredit nachkommen können.

Auf der anderen Seite suchen Private-Credit-Manager gezielt nach Firmen, die im aktuellen Umfeld von den Banken abgestraft werden, obwohl sie aussichtsreiche Geschäftsmodelle haben. Ein Beispiel dafür ist die Software-Branche. Diese Unternehmen werden als „asset-light“ bezeichnet, das heißt, sie verfügen über verhältnismäßig wenige physische Vermögenswerte wie zum Beispiel Immobilien oder Maschinen, die sich im Insolvenzfall verwerten lassen. Da die Banken aufgrund ihrer regulatorischen Anforderungen stark auf physische Sicherheiten achten, finanzieren sie Softwarefirmen tendenziell eher ungern, und diese Scheu hat sich im aktuellen Umfeld noch verstärkt.

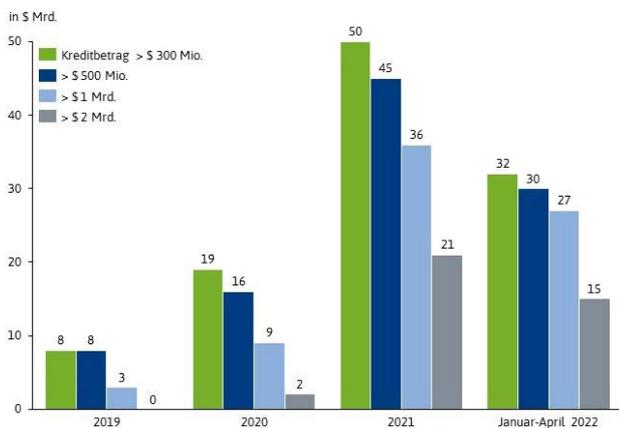
Private-Credit-Fonds dagegen sind diesen Einschränkungen nicht unterworfen und haben die Möglichkeit, über die aktuelle Phase hinauszuschauen und längerfristige Marktchancen in den Fokus zu rücken. Aus ihrer Sicht sind Softwareunternehmen grundsätzlich interessant, weil ihre Cashflows meist sehr stabil und längerfristig planbar sind. Dass die Software-Branche in der Regel nicht vom Wirtschaftszyklus abhängig ist, ist ein weiterer Vorteil, der aktuell zum Tragen kommt. Ein ähnliches, aus Private-Credit-Sicht attraktives Profil weisen Dienstleistungsfirmen, insbesondere Anbieter von Business Services, auf. Begehrt sind auch Firmen aus dem Gesundheitsbereich. Zum einen ist die Branche relativ krisenfest, zum anderen erhält sie starken Auftrieb aufgrund der Covid-Pandemie.

Je schwieriger es für die Unternehmen wird, Kredite zu guten Konditionen zu erhalten, umso bessere Möglichkeiten haben die Fonds, jenseits der vereinbarten Zinsen für sie günstigere Vertragskonditionen durchzusetzen. Das bezieht sich unter anderem auf Kreditsicherungsklauseln (sogenannte Covenants), die Eingriffsrechte des Kreditgebers bei Eintreten bestimmter negativer Entwicklungen regeln. Da sich Private-Credit-Fonds – anders als Banken – als aktive Investoren verstehen, machen sie von solchen Möglichkeiten gerne Gebrauch. Kreditsicherungsklauseln sind ein wichtiges Risikomanagement-Instrument für Private-Credit-Fonds, und die aktuellen Verbesserungen der Covenants sind ein deutlicher Vorteil für Investoren in solche Fonds.

Beschleunigte Aufholjagd in der Krise

Tendenziell werden Private-Credit-Transaktionen nicht nur zahlreicher, sondern auch größer, und immer öfter ist zu beobachten, dass selbst große Transaktionen an den traditionellen Kreditinstituten vorbeigehen. Erst im Juni refinanzierte sich der britische Unternehmenssoftware-Spezialist The Access Group laut Medienberichten über Private-Credit-Anbieter. Dem Vernehmen nach handelte es sich bei dem Deal mit einem Volumen von 3,5 Milliarden Pfund um die bislang größte Private-Credit-Transaktion in Europa.

Volumen großer Private-Credit-Transaktionen (global)



Partner auch in schwierigen Zeiten

Aufgrund ihres längerfristigen Blicks sind alternative Kreditgeber auch weit eher als Banken bereit, von ihnen finanzierten Unternehmen im Fall einer Schieflage unter die Arme zu greifen. Während sich Banken eher zurückziehen und ein Insolvenzverfahren betreiben, gehen Private-Credit-Fonds oftmals zusätzlich ins Risiko und schießen weitere Mittel nach, wenn sie das als aussichtsreich erachten. Sie sind auch eher als Banken willens, ihre vertraglichen Eingriffsrechte wahrzunehmen und operativ tätig zu werden.

Alternative Financier stehen in der Regel auch dann bereit, ihr Engagement auszuweiten, wenn ein Unternehmen nicht aufgrund einer Krise, sondern für eine geplante Transaktion zusätzliches Kapital benötigt, zum Beispiel um eine Übernahmeopportunität zu nutzen. Private-Credit-Fonds verfügen über die notwendigen Kapazitäten und die eingespielten Prozesse, um solche Entscheidungen schnell zu fällen, gerne auch im Konzert mit beteiligten Private-

Equity-Firmen. Bei Banken dagegen dauern Kreditentscheidungen auch bei solchen Deals erheblich länger, und die Dauer verlängert sich nochmals stark, wenn ein Bankenkonsortium die Finanzierung gemeinsam stemmen soll.

Anzahl Private-Credit-Transaktionen in Europa



Private Credit profitiert vom aktuellen Marktumfeld

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass Private Credit vom aktuellen, von hoher Inflation, steigenden Zinsen und Rezessionsängsten geprägten Umfeld profitiert. Während die Banken noch zurückhaltender bei der Kreditvergabe werden, bleiben die Private-Credit-Fonds aktiv. Dabei werden sie allerdings auch wählerischer und achten noch stärker als zuvor auf die Krisenresilienz der Kreditnehmer.

Kontakt und Autoren:

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

Jakob Schramm

Partner, Head of Private Credit

Telefon: +49 89 419997 672

E-Mail: schramm@goldingcapital.com

Lucas Pech

Director Private Credit Investments

Telefon: +49 89 419997 360

E-Mail: pech@goldingcapital.com

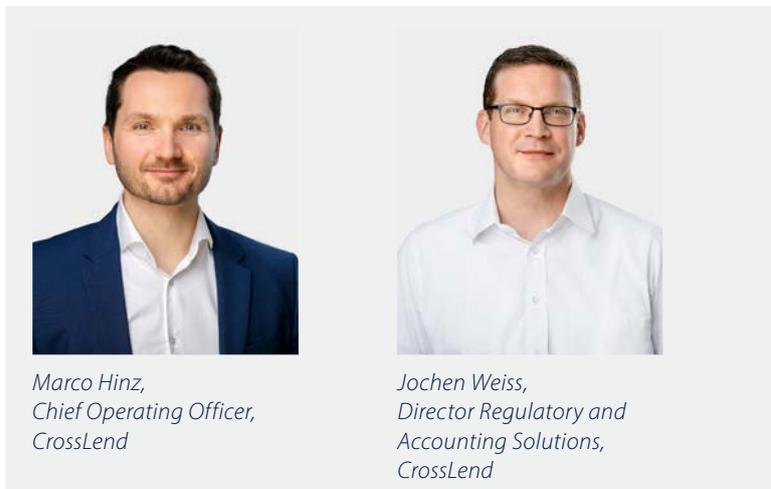
Digitale Kreditvergabe als wichtiges Teilsegment im Bereich Private Debt

Executive Summary

Angesichts der zunehmenden Entwicklung der Anlageklasse Private Debt können Investoren nun in bestimmte Teilsegmente investieren, um sowohl die Diversifizierung als auch ihre Gesamtrendite zu verbessern. Digitale Kreditgeber - Nichtbanken, die bei der Kreditvergabe z.T. auf die Refinanzierung externer Investoren zurückgreifen - spielen bei der Darlehensvergabe an Verbraucher und Unternehmen eine immer wichtigere Rolle und können Investoren attraktive Renditen bieten. Investitionen in die Kreditvergabe digitaler Kreditgeber profitieren von besonders granularen Portfoliokompositionen mit einer Diversifizierung über mehrere Dimensionen. Dennoch können die hohen Betriebskosten und operativen Anforderungen viele Investoren davon abhalten, sich in diesem Bereich zu engagieren. Eine Lösung dafür bietet ein technologiegetriebenes Asset-Sourcing. Dieses ermöglicht eine Überwindung dieser Herausforderungen und den Zugang zu einer Anlageklasse mit attraktiven Rendite-Risiko-Profilen.

Die Entwicklung von Private Debt

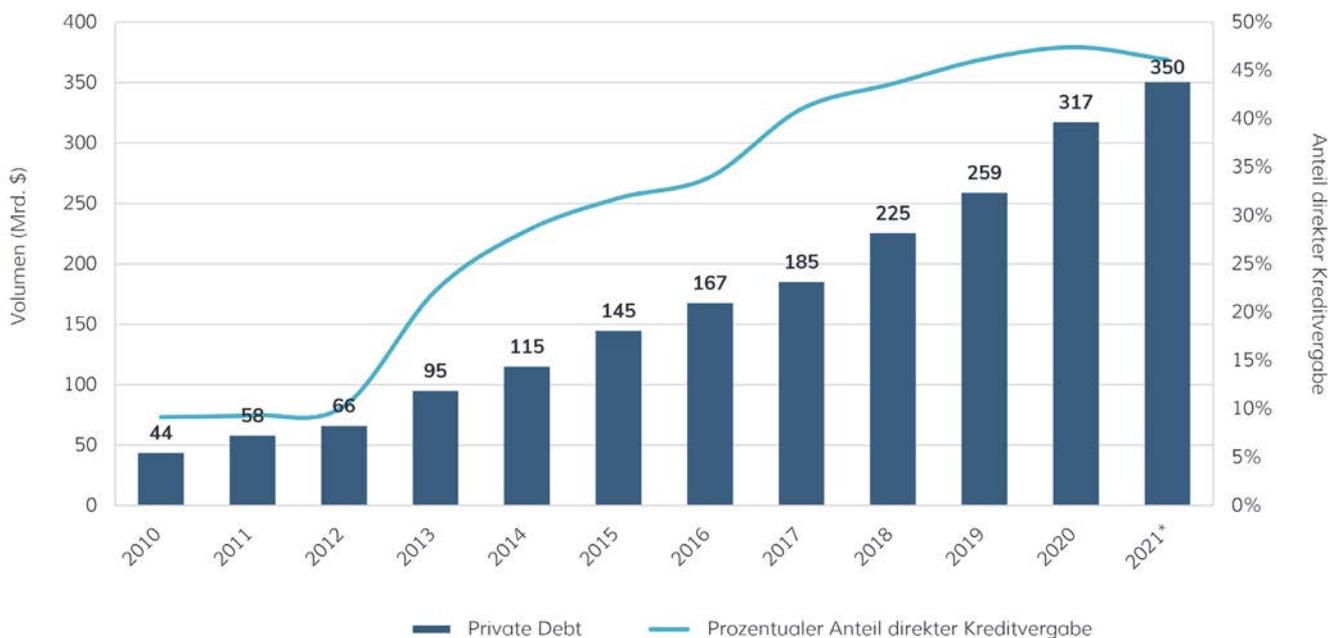
Das rasante Wachstum von Private Debt in den vergangenen Jahren lässt sich leicht anhand der zunehmenden Assets under Management (AuM) großer Kreditfonds, insbesondere im Bereich der Direktkredite, erkennen. Institutionelle Investoren haben diese Anlageklasse zunehmend für sich



erschlossen, um insbesondere aufgrund der Liquiditäts-Spreads höhere Renditen zu erzielen und ihre Portfolios zu diversifizieren.

Daten von Preqin¹ zeigen, dass die AuM von Private-Debt-Fonds in Europa (einschließlich des Vereinigten Königreichs) sich im Jahr 2021 mit einem Volumen von 350 Mrd. USD im Vergleich seit 2014 etwa verdreifacht haben. Ein Anteil von rund 40 % entfällt dabei auf den Bereich der Direktkredite².

Private Debt Volumen und prozentualer Anteil direkter Kreditvergabe



¹ Preqin ist ein Unternehmen, das Finanzdaten und Informationen über den Markt für alternative Anlagen sowie Instrumente zur Unterstützung von Investitionen in alternative Anlagen bereitstellt.

² Quelle: Preqin

Digitale Kreditvergabe als wichtiges Teilsegment im Bereich Private Debt

Das Ökosystem der bankenunabhängigen Kreditvergabe wurde insbesondere durch den Rückzug der Banken aus bestimmten Segmenten der Kreditvergabe aufgrund strengerer regulatorischer Regelungen durch Basel III/IV gestärkt. Die dadurch entstandene Finanzierungslücke wurde weitestgehend von alternativen Kreditgebern wie Fintechs, Kreditfonds und anderen digital affinen Akteuren gefüllt.

Neben dem Wachstum der AuM hat sich der Bereich Private Debt aber auch in Bezug auf die Vielfalt der Anlageformen, Kapitalstrukturen und Kreditarten verbreitert. Als Ergebnis ist eine Anlageklasse entstanden, die bislang vor allem unter dem Gesichtspunkt der Diversifizierung eines Gesamtportfolios betrachtet wurde, Investoren nun aber die Möglichkeit bietet, hochgradig diversifizierte und granulare Portfolios innerhalb der Anlageklasse selbst zusammenzustellen.

In einer kürzlich erschienenen Analyse der Vermögensverwaltungsgesellschaft Schroders³ wird auf die große Vielfalt der verfügbaren Assets innerhalb der Anlageklasse hingewiesen, darunter Direktkredite und Kredite an kleine und mittelgroße Unternehmen (KMU-Kredite), Factoring und Handelsfinanzierungen, CRE-Kredite und Infrastrukturkredite, Luftfahrtfinanzierungen sowie exotischere Assets wie Prozessfinanzierungen oder Lizenzgebühren. Die Studie weist darauf hin, dass Private Debt eine Anlageklasse ist, die immer vielfältiger wird, bei der die Investoren jedoch ein hohes Maß an Spezialisierung benötigen, um sich erfolgreich an verschiedenen Teilsegmenten des Marktes beteiligen zu können.

Ein besonders spannender (vertikaler) Teilbereich von Private Debt ist die digitale Kreditvergabe (Digital Lending), die Investoren zu einer größeren Portfoliodiversifizierung verhelfen und attraktive Renditen bieten kann.

Bedingt durch die aktuellen Marktturbulenzen sowie steigenden Marktzinsen werden Investoren in der Regel professioneller im Umgang mit der Produktklasse, jedoch auch risikoaverser und schauen im Rahmen der Due Diligence genauer auf spezifische Merkmale einer Opportunität. Dabei wird nicht nur ausschließlich die Art der Verzinsung (variabel vs. fix), die Art der Tilgung (amortisierend vs. endfällig) und die Laufzeit betrachtet, sondern tiefer in den Kreditprozess, bestehende interne Kontrollen und die juristische Umsetzung geschaut.

In Bezug auf diese Merkmale weisen die Finanzierungen digitaler Kreditgeber eine Reihe attraktiver Charakteristiken auf. Sie sind oft variabel verzinst, haben kürzere Laufzeiten und sind in der Regel amortisierend, was eine geringere effektive Laufzeit bedeutet. Dies führt wiederum dazu, dass digitale Kreditgeber in der Lage sind, Kapital kontinuierlich zu einem sich erhöhenden Spread im Vergleich zur Benchmark umzuschichten und ihre Risikokapazität entsprechend den vorherrschenden Kreditbedingungen zu allokalieren.

Digitale Kreditgeber im Profil

Im Großen und Ganzen umfasst das Segment der digitalen Kreditvergabe die Vergabe von Krediten durch digitale Kreditplattformen, welche sich hauptsächlich an KMU und Konsumenten richten. Zu den wichtigsten Segmenten im KMU-Bereich gehören unbesichertes Betriebskapital, Handelsfinanzierungen, Factoring, besicherte Kredite und Immobilienfinanzierungen.

Für Kreditnehmer bieten digitale Kreditgeber eine alternative Finanzierungsmöglichkeit zu Banken, insbesondere in Bereichen, aus denen diese sich in den vergangenen Jahren kontinuierlich zurückgezogen haben, wie z. B. unbesicherte KMU-Kredite. In der Regel bestechen digitale Kreditgeber durch ein effizientes Onboarding, einem verbesserten Zugang wie z. B. im Bereich Embedded Finance, sowie anderen technologischen Innovationen. Das Underwriting ist meist technologisch gestützt, stark standardisiert und schlanker gestaltet als im traditionellen Kreditgeschäft der Banken. Schnellere Genehmigungsprozesse machen digitale Kreditgeber bei Kreditnehmern beliebt und erhöhen ihre Marktakzeptanz⁴.

Im Gegensatz zu Banken stützen sich digitale Kreditgeber in der Regel auf externe Investoren, um ihre Kredite zu finanzieren, seien es private Anleger oder professionelle bzw. institutionelle Investoren. Sie sind dabei in der Lage, Investoren direkt mit ihren Kunden in Verbindung zu bringen, und werden aus diesem Grund in der Europäischen Union häufig als Crowdfunding-Dienstleister eingestuft.

Zunehmende Reife der Anlageklasse

In den letzten zehn Jahren ist das Segment der digitalen Kreditvergabe stetig gewachsen und gereift, da eine Reihe von digitalen Kreditgebern ihr Geschäft aufgrund von steigender Marktakzeptanz weiter ausbauen konnten. Prominente Beispiele sind Funding Circle, das Kredite im Wert von mehr als 16,3 Mrd. Euro an kleine Unternehmen vergeben hat, CreditshelF, das Kredite im Wert von fast 450 Mio. Euro an den deutschen Mittelstand vergeben hat, und Fellow Bank (ehemals Fellow Finance), das Kredite im Wert von fast 1 Mrd. Euro vergeben- und kürzlich eine finnische Banklizenz erworben hat.

³ <https://www.schroders.com/en/uk/insurance/insights/markets/how-to-build-dependable-diversification-with-private-credit/>

⁴ <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/banking-matters/the-power-of-digital-lending> (Quelle: Stand Juli 2022)

Digitale Kreditvergabe als wichtiges Teilsegment im Bereich Private Debt

Die Kreditgeber haben unterschiedliche Geschäftsmodelle, darunter solche, die ein breites Spektrum an Konsumenten- und Unternehmenskrediten anbieten, während andere eher in bestimmten Bereichen, wie z.B. Handelsfinanzierungen, spezialisiert sind. Sie weisen einen hohen Grad an Professionalität auf und wurden beispielsweise in der Anfangsphase der Corona-Krise von den Regierungen einiger europäischer Länder für die Vergabe staatlich garantierter Kredite an Unternehmen eingesetzt.

Bereits aktuell unterliegen die meisten digitalen Kreditgeber in Europa der Regulierung der Aufsichtsbehörden in ihren Heimatländern. Darüber hinaus ist mit dem Inkrafttreten der EU-Verordnung über europäische Crowdfunding-Dienstleister (ECSPR) ein harmonisierter Rechtsrahmen für Crowdfunding-Plattformen in der EU geschaffen worden⁵.

Wachsender Kapitalbedarf

Nicht nur die regulatorische Sicherheit, sondern auch der Kapitalbedarf wächst. In dieser Hinsicht ist ein klarer Trend zur zunehmenden Bedeutung von institutionellem Kapital erkennbar.

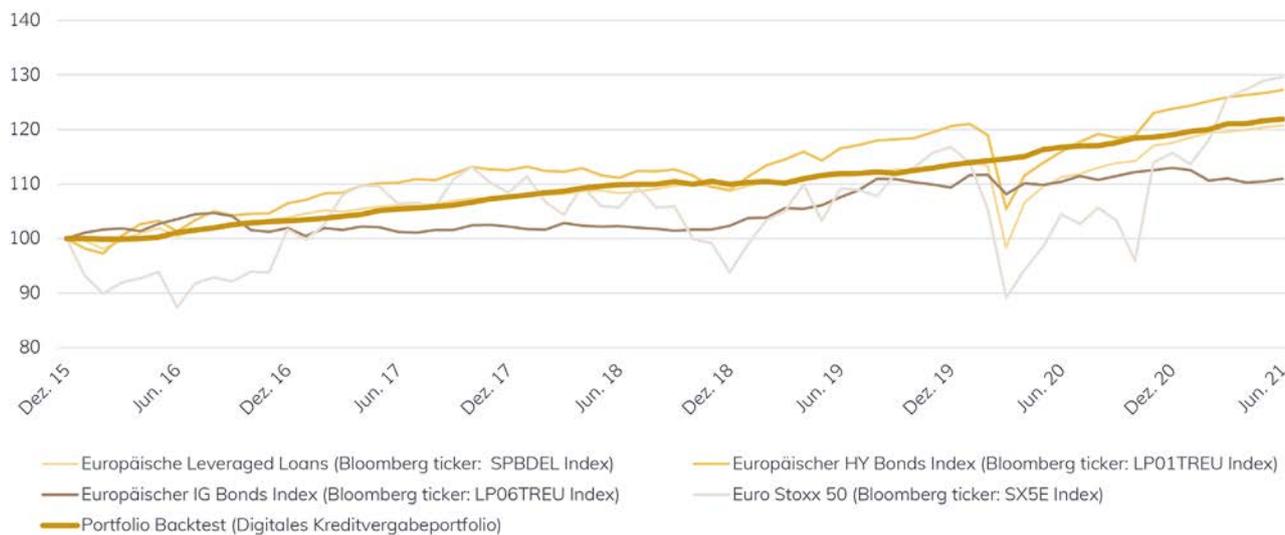
Viele digitale Kreditgeber, die als Peer-to-Peer-Anbieter begannen, versuchen mit zunehmender Reife ihre Kapitalbasis zu diversifizieren oder sind sogar dazu übergegangen, sich fast ausschließlich auf die Finanzierung durch institutionelle Investoren zu stützen. Institutionelles Kapital wird als stabile Finanzierungsquelle angesehen, die diesen Plattformen ein schnelleres Wachstum durch die Vergabe von Krediten mit einer größeren Bandbreite an Ticketgrößen und Laufzeiten ermöglicht.

Chancen und Herausforderungen für Investoren

Für Investoren bringt der Bereich verschiedene Chancen mit sich: Vor allem erhalten sie Zugang zu einer Anlageklasse, die institutionellen Investoren bisher im Allgemeinen nicht zur Verfügung stand, was Diversifizierungsvorteile mit sich bringt.

Eine Analyse zeigt, dass ein Portfolio digital begebener europäischer KMU-Kredite eine sehr geringe Korrelation mit traditionellen Anlageklassen wie europäischen High-Yield-Bonds, fremdfinanzierten Krediten und Investment-Grade-Anleihen im Vergleichszeitraum aufweist.

Entwicklung digitaler Kreditvergabe im Vergleich zu anderen Anlageklassen



Quelle: CrossLend GmbH & Bloomberg

Dieser Analyse zufolge lag die Korrelation des Portfolios mit den vorgenannten Vermögenswerten in den letzten Jahren nahe Null, wobei die Illiquidität natürlich eine Rolle spielt.

Der Hauptfaktor, der sich auf die Bewertung dieser Art von Portfolios auswirkt, ist das tatsächliche Verhalten der zugrunde liegenden Kredite, hauptsächlich die Kreditausfälle. Das bedeutet, dass der

Portfoliowert im Laufe der Zeit in der Regel stabil bleibt, sofern es keine signifikante wirtschaftliche Notlage beim jeweiligen Darlehensnehmer gibt. In dieser Hinsicht hebt sich die Anlageklasse von anderen Klassen ab. Insgesamt kann davon ausgegangen werden, dass ein gut strukturiertes und vor allem breit diversifiziertes Portfolio digital begebener Kredite den Investoren hilft, ihr spezifisches bzw. nicht-systemisches Risiko zu verringern.

⁵ https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:0ea638be-22cb-11e8-ac73-01aa75ed71a1.0003.02/DOC_1&format=PDF

Digitale Kreditvergabe als wichtiges Teilsegment im Bereich Private Debt

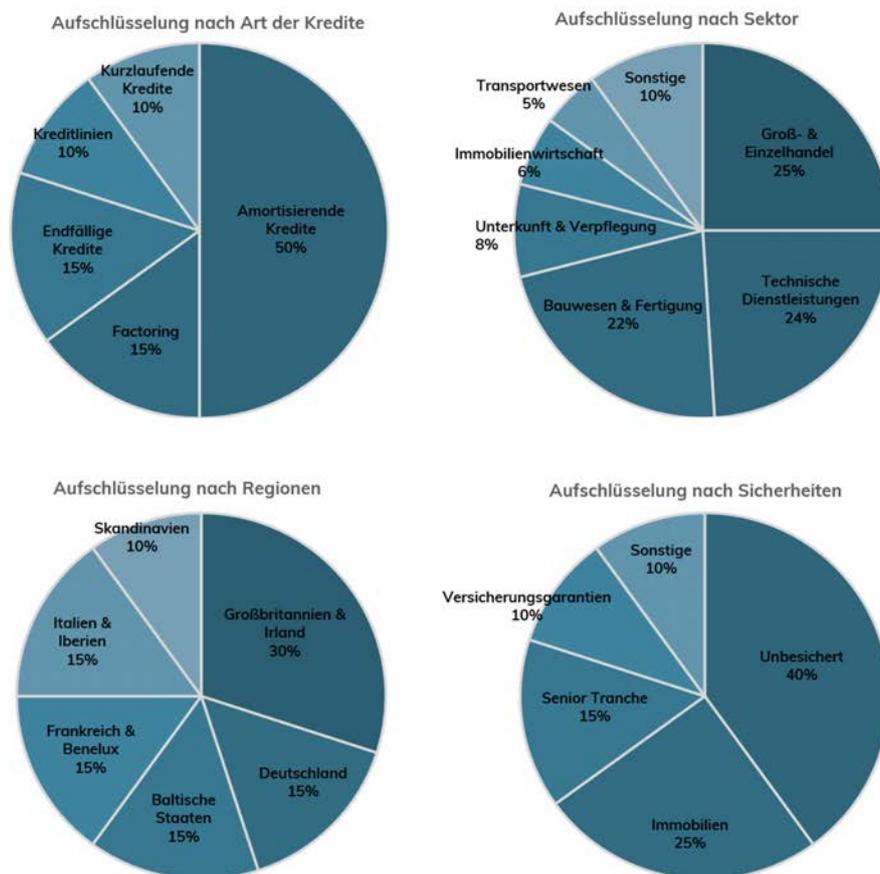
Da viele Kreditnehmer, sowohl Verbraucher als auch Unternehmen, eine Alternative zu klassischen Bankkrediten suchen, können digitale Kreditgeber in der Regel einen Aufschlag gegenüber den üblichen Bankzinsen erzielen. Generell ist im Hinblick auf die Renditen jedoch festzustellen, dass der Markt sehr vielfältig ist und dadurch unterschiedliche Risiko-Rendite-Profile aufweist. Beispielhaft könnte eine Investition im Bereich der digitalen Kreditvergabe eine Zielrendite von einem 3-Jahres-Euro-Swap-Satz plus 500 Basispunkte p.a. bei einer annualisierten Volatilität von 1 % haben.⁶

Jedoch bestehen auch Herausforderungen: Transaktionen zwischen institutionellen Investoren und digitalen Kreditgebern sind oft mit hohen operativen Anforderungen an die Investoren verbunden, einschließlich der Due Diligence, Compliance, Überwachung usw., welche die Attraktivität des Segments aufgrund der geringen Kosteneffizienz ggf. eintrübt (s.o.). Hinzu kommt, dass der digitale Kreditsektor in Bezug auf Daten und Datenverfügbarkeit

oftmals wenig einheitlich oder standardisiert ist. Investoren stehen dadurch häufig vor dem Dilemma, dass sie ihr Kapital nur auf einigen wenigen Plattformen einsetzen können, um die betriebliche Komplexität und die Kosten zu reduzieren. Dies kann erhebliche Konzentrationsrisiken mit sich bringen.

Betrachtet man die digitale Kreditvergabe im KMU-Segment, so ist gerade die Möglichkeit, hochgradig granulare Anlageportfolios zu konstruieren, eines der attraktivsten Merkmale der Anlageklasse. Die relativ geringe durchschnittliche Ticketgröße ermöglicht eine Diversifizierung über mehrere Dimensionen hinweg, einschließlich Risikoklassen, Industrien, Laufzeiten und Marktstrategien. Um eine stärkere geografische Diversifizierung zu erreichen, müssten Investoren zusätzlich auf einer höheren Zahl von Plattformen interagieren, da sich die meisten digitalen Kreditgeber in Europa weiterhin auf ihre Heimatmärkte konzentrieren.

Beispielhafte Komposition eines Digital Lending Portfolios im KMU-Bereich



Quelle: CrossLend GmbH & Bloomberg

⁶ Basierend auf einem exemplarischen Portfolio, Quelle: CrossLend

Technologiegetriebenes Asset-Sourcing als Schlüssel

Technologiegetriebenes Asset Sourcing kann maßgeblich zur Überwindung der Herausforderungen und zur Erschließung der Vorteile eingesetzt werden.

Unsere Erfahrung hat gezeigt, dass eine tiefgreifende Datenanalyse und die Anwendung standardisierter Bewertungsmodelle die Grundlage für eine effektive Konstruktion hochgradig granularer Kreditportfolios im Bereich der digitalen Kreditvergabe bilden.

In Europa gibt es über 700 aktive digitale Kreditgeber. Für institutionelle Investoren ist der relevante Pool an Plattformen aufgrund der Unterschiede im Reifegrad jedoch geringer. Zur Eingrenzung empfiehlt sich ein qualitativer Scoring-Ansatz für ein erstes oberflächliches Screening, gefolgt von einer tieferen quantitativen Due-Diligence-Prüfung.

Bei der qualitativen Prüfung werden grundsätzlich mehrere Aspekte, wie z. B. die zugrunde liegende Historie, die geografische Lage, die Währung, der Anlagehorizont, die Sicherheiten und die Governance-Struktur berücksichtigt.

Da es häufig Unterschiede zwischen den Kreditgebern gibt, insbesondere in den Bereichen Berichterstattung und Daten, ist ein standardisierter Ansatz für die sich anschließende quantitative Due Diligence unerlässlich. Ein solch standardisiertes Verfahren auf granulare Kreditbücher mit mehreren tausend Krediten ist dabei ausschließlich technologiegestützt möglich.

Durch die Verbesserung der Effizienz (und die Senkung der Kosten) der Due-Diligence-Prüfung und der laufenden Überwachung eröffnet das technologiegetriebene Asset-Sourcing attraktive Investitionsmöglichkeiten in kleineren Ticketgrößen und ermöglicht Anlegern den Zugang zu breit diversifizierten Portfolios.

Auch nach der Durchführung des Investments ist eine strenge und kontinuierliche Überwachung von entscheidender Bedeutung, um sicherzustellen, dass die anfänglichen Prüfungsergebnisse und Annahmen weiterhin gültig sind. Diese sollte sich nicht nur auf das eigene Portfolio beschränken, sondern auch auf das gesamte von einem digitalen Kreditgeber initiierte Portfolio sowie auf den Rahmen, die Strategien und Prozesse, das Managementteam, die finanzielle Gesundheit und die Vorschriften des digitalen Kreditgebers.

So eröffnen sich im Bereich der digitalen Kreditvergabe, attraktive Chancen für jene Investoren, die über die richtigen Instrumente und Prozesse verfügen, um diese zu nutzen.

Kontakt und Autoren:

CrossLend GmbH
Kemperplatz 1
10785 Berlin
<https://www.crosslend.com/>
www.linkedin.com/company/crosslend-gmbh

Marco Hinz
Chief Operating Officer
E-Mail: marco.hinz@crosslend.com
LinkedIn: <https://www.linkedin.com/in/marcohinz/>

Jochen Weiss
Director Regulatory and Accounting Solutions
E-Mail: jochen.weiss@crosslend.com
LinkedIn: <https://www.linkedin.com/in/jochen-weiss-51143563/>

Dieser Artikel dient ausschließlich zu Informationszwecken und ist kein Angebot, keine Aufforderung oder Einladung i) zur Zeichnung von Anteilen an einem AIF, ii) zum Kauf, Erwerb oder Verkauf von Portfolios, Anteilen, Wertpapieren oder anderen Produkten jeglicher Art und ist nicht mit der Erbringung von Dienstleistungen oder einem anderen Rechtsgeschäft verbunden.

Die Informationen werden in der vorliegenden Form zur Verfügung gestellt und stammen aus Quellen, die als zuverlässig erachtet werden. Dies wird jedoch in keiner Weise garantiert. Dieses Dokument kann Zahlen enthalten, die direkt von den digitalen Kreditgebern zur Verfügung gestellt wurden oder die aus den zugrundeliegenden Daten abgeleitet wurden, die von den digitalen Kreditgebern zur Verfügung gestellt, oder die aus Drittquellen abgeleitet wurden. CrossLend übernimmt keine Garantie für deren Richtigkeit.

Dieser Artikel darf nicht als Anlageberatung verstanden werden. Anleger sollten ihre eigenen, unabhängigen Entscheidungen auf der Grundlage ihres eigenen Urteils und der Beratung durch professionelle Berater treffen, die sie für notwendig erachten.

Soweit gesetzlich zulässig, lehnt CrossLend jegliche Haftung gegenüber natürlichen oder juristischen Personen für besondere, direkte, indirekte oder Folgeschäden ab, die sich aus oder in Verbindung mit diesem Artikel ergeben.

The evolution of ESG in lower middle-market direct lending

Environmental, social, and governance (ESG) factors in direct lending have become a tool for both enhanced returns and making a real-world impact. Experienced direct lenders have been underwriting ESG risks since before ESG became mainstream. It is expected that evolving ESG screening from an exclusive focus on risk mitigation to screening for favorable and improving ESG attributes will not only result in credit portfolio outperformance, but also direct capital to companies that are contributing to an improving society.

An Overview of ESG in U.S. Middle Market Credit

The U.S. middle market is a significant growth engine of the U.S. economy, accounting for one-third of private sector gross domestic product¹. As one of the largest contributors to employment, small companies also play a critical role in the social welfare of society. Historically, U.S. middle market companies relied on commercial banks to meet their debt financing needs. Since the Global Financial Crisis, a combination of regulatory pressure and market dynamics has resulted in an exodus of commercial banks from the space. Dedicated private credit funds have emerged to fill this significant financing gap and participate in building institutionalized and resilient small businesses over time.

While evaluating corporate ESG performance has always been integral to underwriting processes, it is typically used by middle market lenders as a negative screening mechanism to eliminate investments from consideration. For example, companies operating with little regard for the environment or with poor employee relations open themselves up to, among others, financial, legal and reputational risks. Identifying and quantifying those risks often leads such investments to fail review from rigorous investment committees. That said, leveraging ESG performance as a positive screen to identify companies that are likely to outperform their peers and command premium valuations over time and across cycles is an emerging and invaluable tool in credit investment selection and underwriting. Importantly, an improving corporate ESG profile is often rewarded with enhanced financial performance, valuation multiple expansion and greater access to capital markets. As such, identifying and underwriting resilient business models requires not only screening those investments for ESG attributes at the time of underwriting but also ensuring that those companies prioritize sustainability along the three dimensions of ESG over time.

¹ National Centre for the Middle Market (2018): The DNA of Middle Market Growth. The Three Types of Growth Champions and the Factors that Drive Their Success. Available at: https://www.middle-marketcenter.org/Media/Documents/three-types-of-growth-champions-and-factors-that-drive-success_NCMM_DNA_of_Growth_FINAL_Web.pdf (Accessed 24th November 2021).



*Bryn Gostin,
Managing Director,
Head of Product
Development & Strategy,
Capital Dynamics*



*Jens Erberg,
Managing Director,
Co-Head of Private Credit,
Capital Dynamics*

Refocusing the lens from negative screening to using ESG metrics as an investment selection and management tool, however, is not a trivial undertaking. Part of the challenge in implementing the practice lies in the role that private creditors assume in transactions.

Lenders are often expected to be silent partners with, absent the occurrence of an event of default, limited input into the strategic direction or operating trajectory of the company being financed. Nevertheless, middle market lenders are in a position to influence corporate behavior. As essential capital providers, private creditors have the capacity to engage with management teams and private equity sponsors during underwriting and post-closing of a financing and to motivate behavior through inquiry, dialog and contractual stipulations, such as maintenance covenants or financial incentives, including, for example, positive or negative interest rate ratchets.

Another challenge with building a strong ESG screening and monitoring framework is access to measurable and predictive data. Middle market, entrepreneur-owned companies often lack financial, technological and human resources to identify, gather and synthesize key performance data. That includes financial and operating data as well as data directly related to a company's ESG attributes. Lenders, along with private equity managers bring both capital and strategic/operational oversight to assist companies in improving data gathering, analysis and reporting capabilities. As such, lenders can be influential in determining how ESG performance is measured and monitored and in defining key performance indicators ("KPIs") that help drive improvements across ESG dimensions over time.

The evolution of ESG in lower middle-market direct lending

The benefits to a company of enhancing its ESG profile are evidenced not just through improved relative financial performance but also by the impact that it has on its employees, the environment and communities in which it operates. Strong ESG performance drives growth in employment, reduces environmental waste, generates incremental tax revenues that fund essential social services (education, healthcare, law enforcement, etc.) and helps raise living standards. Given the critical role they play in providing essential capital to support the growth of middle market companies, private creditors have an opportunity to meaningfully impact society by working with borrower management teams and private equity owners to design, implement and institutionalize strategic and operational ESG priorities.

In this paper, we explore several aspects of responsible lending in lower middle-market credit, including:

1. the benefits of strong ESG on the performance of small companies;
2. techniques to underwrite ESG as a direct lender; and
3. the strategic use of influence on the sponsor and borrower absent the ability to control corporate action.

The Performance Benefits of ESG for Smaller Companies

Small companies with strong ESG attributes outperform their peers for several reasons. These businesses often exhibit higher relative top-line growth because (i) they can attract customers and gain share by delivering more sustainable products and services, and/or (ii) they can command premium pricing based on the positive attributes associated with their brands and/or organizational reputation. Such companies often enjoy operating expense advantages relative to peers from investing in health and safety (resulting in fewer accidents), lowering waste and energy consumption, and reducing personnel turnover due to greater employee job satisfaction. Greater job satisfaction may also translate into increased productivity from reduced absenteeism, greater employee motivation, and the ability to attract and, critically, retain better talent. According to a 2017 survey, 88% of consumers will be more loyal to a company that supports social or environmental issues.² Furthermore, the effective implementation of an ESG strategy at a company can impact operating profits by as much as 60%.³ Companies with better ESG also tend to have greater strategic freedom due to enhanced public support and less scrutiny from regulatory agencies or advocacy groups. Combining better

operational performance with more strategic freedom facilitates longer-term thinking, including investment in more sustainable plants, equipment, and business models.⁴

The below chart demonstrates that even in larger markets, ESG is increasingly becoming a point of interest for discussions with respect to company earnings, valuations and strategy with executive management, analysts and other stakeholders.⁵



Conversely, companies with weak ESG profiles face obstacles. Unsustainable practices or the perception of unsafe products and services can lead to loss of customer support, legal proceedings and potentially damaging remediation expenses. These businesses also have more difficulty accessing resources, may experience operational disruptions, and often have poor community and labor relations. They commonly generate unnecessary waste, experience relatively higher employee turnover, and have limited capacity to pass through input cost increases, all of which negatively impact margins and financial performance. In addition, they are more likely to attract greater regulatory scrutiny, exposing them to potential fines, penalties and enforcement actions. Opaque governance structures can also lead to both inefficient decision-making and poor job satisfaction levels. On their own, each of these challenges present a credit risk and collectively they may result in greater financial stress on the business through economic cycles.

² 2017 Cone Communications CSR Study

³ Capital Dynamics based on McKinsey & Company, McKinsey Quarterly "Five ways that ESG creates value" November 14, 2019

⁴ Capital Dynamics based on McKinsey & Company, McKinsey Quarterly "Five ways that ESG creates value" November 14, 2019

⁵ SS&C Intralinks. "How Top M&A Professionals Are Embracing ESG in the Deal Process"

The evolution of ESG in lower middle-market direct lending

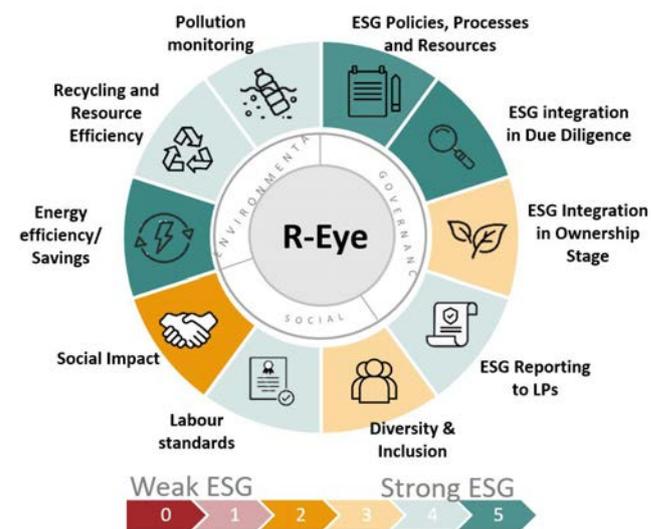
At first glance, it may appear that the benefits of good ESG practices accrue mostly to equity investors as stronger relative performance typically translates into valuation multiple premiums; private credit funds (outside of a default and workout scenario) typically do not participate in the equity upside of a business. That said, outperformance in credit is often the result of loan portfolios experiencing fewer defaults and minimizing losses if, and when, such defaults occur. As discussed above, companies with stronger ESG profiles tend to be more resilient. They have greater flexibility to maneuver challenging environments, given stronger profit margin and cash flow profiles, the capacity to pass along increased input costs (labor and/or materials) to their customers, and greater resources in terms of both access to capital and talent that can help navigate market dislocations. In addition, the favorable investment characteristics of companies with strong ESG attributes provide lenders and private equity managers with more degrees of freedom when faced with market headwinds. Besides the aforementioned operating flexibility, if warranted, recovering proceeds through a sale of the company is also likely to be more successful (in terms of valuations and proceeds received) with companies demonstrating strong ESG credentials than for those that do not.

How to Underwrite ESG in Lower Middle-Market Credit

A framework for underwriting ESG in private credit, such as Capital Dynamics' R-Eye™, can be used to score each investment on a scale of 0-5. The sustainability and risk profile of each company's environmental, social and governance attributes are closely linked to the United Nations' 17 Sustainable Development Goals ("UNSDGs"). In developing and assigning a rating, and as part of its broader due diligence effort, the investment team asks private equity sponsors and / or management teams a series of targeted questions, developed in consultation with the firm's dedicated ESG specialists. Questionnaires are tailored to the business based on several factors, including, for example, the industry, products and services rendered and geographic location of company's operations. In addition, the ESG team utilizes artificial intelligence tools to identify or fill any information gaps in the hands-on due diligence. All of this information is reviewed by the investment committee ("IC") and dedicated IC observers (covering ESG, compliance, and risk) who collectively make a recommendation as to the ESG merits of a lending opportunity.

The illustration below highlights the ESG elements that inform the R-Eye™ ratings.

R-Eye™ Rating



United Nations 17 Sustainable Development Goals



How to Strategically Influence Positive ESG Outcomes as a Lender

Lack of control creates a challenge for private credit managers seeking to promote strategic and operational actions designed to enhance ESG attributes at companies they finance. In private equity buyouts or corporate mergers / recapitalizations, the sponsor (private equity manager) and / or other equity owners control the business. As such, they are in charge of plotting the strategic direction of the enterprise, overseeing its operations, building the senior management teams and shaping Boards of Directors. They are also responsible for designing and adopting ESG related policies and identifying ways to promote sustainability goals, including setting, measuring and interpreting ESG KPIs. While senior creditors have a priority security interest in the cash flows and assets (including equity) of a company, they are not in a position to exercise control over corporate actions. Unless lenders have the experience to influence corporate behavior more subtly, they are expected to be silent partners absent a covenant breach or other event of default.

6 United Nations 17 Sustainable Development Goals are (1) No Poverty (2) Zero Hunger (3) Good Health and Well-Being (4) Quality Education (5) Gender Equality (6) Clean Water and Sanitation (7) Affordable and Clean Energy (8) Decent Work and Economic Growth, (9) Industry, Innovation and Infrastructure (10) Reduced Inequalities (11) Sustainable Cities and Communities (12) Responsible Consumption and Production (13) Climate Action (14) Life Below Water (15) Life on Land (16) Peace, Justice and Strong Institutions (17) Partnerships For The Goals

The evolution of ESG in lower middle-market direct lending

Unlike the syndicated and core-middle market, a meaningful supply-demand imbalance exists in the smaller end of the credit market, offering experienced lenders the opportunity to have a greater say in the pricing and structuring of loans. Inefficiencies in our market also means that critical capital providers often have multiple weeks or months (not weeks or even days as is often the case in the syndicated and core middle-market) to underwrite a transaction, allowing more time to analyze the ESG merits of a borrower and evaluate means to enhance those characteristics over time. These same favorable supply-demand dynamics make it easier to secure covenants and other protections in the governing documents. Further, as an originator and lead arranger of such financings, one is intimately involved in negotiating those credit agreements and establishing covenants and other contractual obligations that borrowers must live by while the loans remain outstanding. Leveraging its capacity to shape transactions enables a manager to increasingly push for the inclusion of express ESG covenants or contractual language that indirectly provides protections to reduce risk and promote sustainability across environmental, social or governance dimensions. While the introduction of ESG covenants in financing agreements is in its infancy in the broadly syndicated loan markets, it is even less common in U.S. lower middle-market lending. As such, change and the incorporation of these covenants cannot be forced in this market and will take time. This is expected to be a long-term opportunity to drive positive change and value creation in lower-middle market lending in the U.S.

In developing these frameworks and KPIs, key questions we ask to better understand the ESG dynamics of a potential borrower include:

4. What is the borrower's environmental footprint, adherence to relevant environmental regulations, and litigation history
5. How does the borrower and sponsor address the workplace environment, health & safety, human resource policies, and inclusionary/diversity practices
6. How does the company manage its relationships with vendors, suppliers and customers
 - Global supply chains and manufacturing footprints require an elevated focus on labor and environmental standards across the borrower's network of suppliers
7. What are the borrower's reporting procedures, compliance policies, and the management team's track record of acting fairly and transparently
8. What is the sponsor's track record for improving ESG at a portfolio company during the holding period

It is thought that ESG covenants are powerful tools that lenders can utilize to influence sponsor and management team behavior.

These covenants can be structured with both negative and positive incentives. One example which has received growing media attention is ESG ratcheting, a tool which is increasingly being implemented in Europe and to a lesser extent in the North American lending market. ESG ratcheting is a mechanism by which a company may lower its borrowing costs with a lender by achieving pre-set ESG KPIs (e.g. improvements in environmental performance or increased diversity in positions of responsibility) over the holding period of the loan. In theory, this should better align the sponsor and portfolio company to achieve environmental or social objectives to reduce borrowing costs. In practice, however, the effectiveness of this tool has been mixed because ESG ratcheting faces an intrinsic problem: if the ratcheting mechanism results in only a modest reduction in borrowing costs (we have observed that ESG ratcheting usually improves borrowing rates by 10 basis points or less), it is not likely to influence behavior; whereas, if the ratcheting mechanism results in materially lower yields the loan may have limited uptake and prove difficult to syndicate (an important aspect of functioning credit markets). Furthermore, poorly-designed ratcheting mechanisms may lead to companies making short-term decisions without considering longer-term consequences to enjoy the immediate economic benefits resulting from such actions.

A further challenge with implementing ESG covenants and / or ratcheting incentives in the lower middle market is related to data availability. A significant part of the sponsor's value creation strategy involves formalizing processes around strategic decision-making, board appointments, human resources, capital allocation, financial planning and other similar processes. As such, the data needed to set achievable ESG KPI goals is often not in place at the time of investment. Nevertheless, there is an important role for lenders to play in steering the sponsor to include environmental and social objectives as part of this institutionalization of the entrepreneur's business. It is therefore thought that the usefulness of ESG covenants as a tool to improve the sustainability metrics of a business in the lower end of the credit market, particularly in North America, is still in its infancy and must be adopted cautiously.

Conclusion – ESG in direct lending, a tool for both enhanced returns and real-world impact

As an asset class, private credit has been slower to adopt formal ESG guidelines. In practice, however, experienced direct lenders have been underwriting environmental, social, and governance risks since before ESG became mainstream. Doing so is an indispensable part of fundamental credit underwriting. When lending to smaller companies, the importance of evaluating ESG risk may be even more pronounced. Not only can ESG issues be more acute at smaller

The evolution of ESG in lower middle-market direct lending

companies, but these organizations also stand to benefit the most from the institutionalization that accompanies responsible lending practices. The key is to diagnose ESG deficiencies at the outset of the investment, track them over time, and find ways to influence good ESG outcomes by establishing strong relationships with equity sponsors, sharing best practices, and focusing on contractual protections.

It is expected that evolving ESG screening from an exclusive focus on risk mitigation to screening for favorable and improving ESG attributes will not only result in credit portfolio outperformance, but also direct capital to companies that are contributing to an improving society. Companies with favorable ESG credentials generally outperform their peers as they experience relatively stronger revenue growth, enjoy cost advantages from reduced waste, more efficient operations, better employee and vendor relationships and fewer regulatory and legal challenges. Such businesses also have a growing base of social, consumer and governmental support. These factors contribute to such companies being more resilient across cycles and over time. Given the importance of middle market companies to the U.S. economy and social fabric, experienced lenders have an opportunity to impact the environment and society at large by using their influence to accelerate the implementation and institutionalization of ESG strategies.

Dynamics in the lower middle market provide direct lenders in that market with the ability to have greater influence over the borrowers. That includes being involved in underwriting ESG merits alongside the management team and private equity sponsors and designing frameworks for implementing and monitoring ESG enhancing priorities over time.

Copyright © 2022 by Capital Dynamics Holding A G. All rights reserved.

For more information go to www.capdyn.com

Disclaimer

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

The information contained herein is provided for informational purposes only and is not and may not be relied on as investment advice, as an offer to sell, or a solicitation of an offer to buy securities. Any such offer or solicitation shall be made pursuant to a private placement memorandum furnished by Capital Dynamics. No person has been authorized to make any statement concerning the information

contained herein other than as set forth herein, and any such statement, if made, may not be relied upon. This document is strictly confidential, is intended only for the person to whom it has been addressed and may not be shown, reproduced or redistributed in whole or in part (whether in electronic or hard copy form) to any person other than the authorized recipient, or used for any purpose other than the authorized purpose, without the prior written consent of Capital Dynamics.

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

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

Kontakt:

Capital Dynamics Holding AG

Klaus Gierling

Head of Business Development – DACH, Benelux and Nordics

Tel.: +49 89 2000 418 13

E-Mail: kgierling@capdyn.com

Markus Langner

Business Development – DACH, Netherlands

Tel.: +49 89 2000 418 14

E-Mail: mlangner@capdyn.com

Stunde der Wahrheit für Private Debt

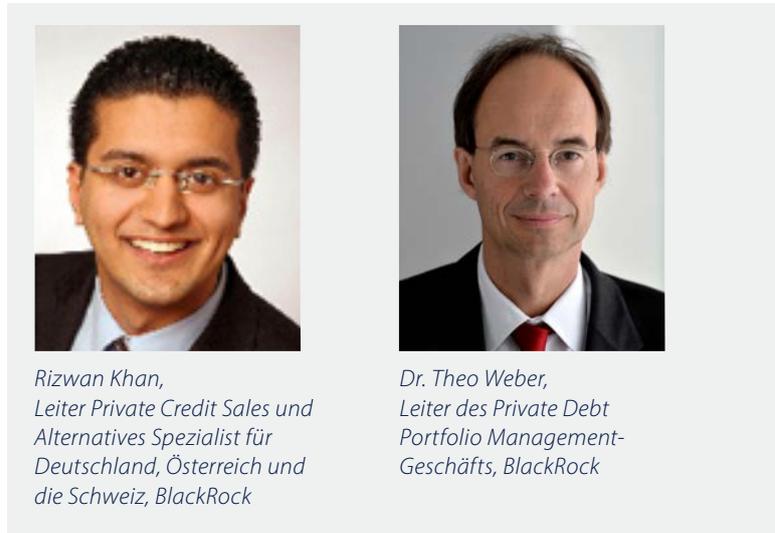
Nur für professionelle Anleger

Unternehmen, Verbraucher und Märkte kämpfen mit den Folgen der hohen Inflation und dem durch den Krieg in der Ukraine ausgelösten Angebotsschock. Zusätzlich sorgen die ambitionierten Zinsschritte der führenden Zentralbanken für Druck an den Märkten und eine Rezession in den Industrieländern scheint fast unvermeidlich. Nach der Corona-Pandemie müssen Unternehmen erneut die Widerstandsfähigkeit ihrer Geschäftsmodelle testen. Insbesondere Investoren mit einem robusten Instrumentarium im Hinblick auf Umwelt- und soziale Kriterien sowie Aspekte guter Unternehmensführung (auf Englisch: Environmental, Social and Governance – kurz ESG) können in diesem Umfeld langfristige Chancen wahrnehmen.

Institutionellen Investoren bietet sich über Private Debt eine attraktive Anlageklasse, die sowohl in sich diversifiziert ist als auch im Portfolio zu weiterer Diversifikation beiträgt. Das weltweite Volumen von Privatmarktfinanzierungen ist im vergangenen Jahrzehnt aus einem Nischendasein auf über 1,2 Billionen US-Dollar per Ende September 2021 gestiegen¹. Das BlackRock Investment Institute erwartet in seinen Kapitalmarktannahmen für globale Privatmarktfinanzierungen eine jährliche Rendite von 9,5 Prozent auf Zehn-Jahres-Sicht, im Vergleich zu 2,7 Prozent für ein global diversifiziertes Anleiheportfolio (ex US-Staatsanleihen) über den gleichen Zeitraum.² Private Debt eignet sich somit im Kontext der institutionellen Kapitalanlage als Substitut für oder in Ergänzung zu Hochzinsanleihen oder für den Alternative-Bucket und hat sich als fester Bestandteil in der Asset-Allokation etabliert. Gerade im aktuellen Kapitalmarktumfeld, das von einer Ausweitung der Risikoprämien und sinkender Marktliquidität geprägt ist, wenden sich immer mehr Unternehmen privaten Finanzierungsformen zu.

Herausforderungen für den Mittelstand

Neben der Finanzierung durch Banken und dem öffentlichen Kapitalmarkt entwickelt sich Private Debt zu einer zunehmend wichtigen Säule der Finanzierung mittelständischer Unternehmen, sowohl in Deutschland als auch weltweit. Hier übernehmen Asset-Manager an der Schnittstelle zwischen Kapitalbedarf der Unternehmen und den Anlageparametern institutioneller Investoren sehr unmittelbar eine zentrale Aufgabe. Investoren haben BlackRock im Bereich Private Debt allein in Europa zehn Milliarden US-Dollar anvertraut, die



Rizwan Khan,
Leiter Private Credit Sales und
Alternatives Spezialist für
Deutschland, Österreich und
die Schweiz, BlackRock

Dr. Theo Weber,
Leiter des Private Debt
Portfolio Management-
Geschäfts, BlackRock

als Fremdkapital für die Unternehmensfinanzierung bereitstehen³. Neben der Bereitstellung von Mitteln für die Übernahme von Firmen, Investitionen in Wachstumsprojekte oder Zukäufe geht es auch um die Umgestaltung unserer Wirtschaft und Gesellschaft hin zu mehr Nachhaltigkeit. Allein um das Ziel einer Null-Emissions-Wirtschaft zu erreichen, dürften weltweit Investitionen in Höhe von 50 bis 100 Billionen Dollar nötig sein.⁴ Unternehmen müssen über die reine kurzfristige Renditebetrachtung hinaus langfristig orientiert sein und einen Wert für Umwelt und Gesellschaft erbringen. Je besser ein Unternehmen seinen Zweck erfüllt, indem es Werte für seine Kunden, Mitarbeiter und das Gemeinwesen schafft, desto nachhaltiger kann es erfolgreich sein. Daher ist die Berücksichtigung von ESG-Faktoren auch ein zentraler Bestandteil des Investmentprozesses bei Privatmarktanlagen. Zudem lässt sich eine negative Korrelation feststellen zwischen sinkender Kreditqualität und der Fähigkeit von Unternehmen, aktiv ESG-Faktoren zu adressieren. Insofern ist es plausibel, dass ESG ganz oben auf der Agenda von Privatmarktinvestoren steht.⁵ Gerade in Zeiten, in denen Unternehmen vor dem Hintergrund unterbrochener Lieferketten, steigender Preise und erhöhter Unsicherheit, ihr operatives Geschäft auf den Prüfstand stellen müssen (Stichwort „nearshoring“ bzw. „friendshoring“), macht es sich bezahlt, bereits vorher einen ganzheitlichen Blick auf das Unternehmen geworfen zu haben.

1 Quelle: Preqin, zitiert nach BlackRock: „Seeking resilience. 2022 midyear global credit outlook“.

2 BlackRock Investment Institute: Capital Market Assumptions May 2022; Daten per 11.4.2022
<https://www.blackrock.com/institutions/en-us/insights/charts/capital-market-assumptions>.

3 Handelsblatt vom 30.11.2020; siehe unter <https://www.handelsblatt.com/finanzen/anlagestrategie/trends/private-kreditfonds-blackrock-finanziert-den-deutschen-mittelstand/26666106.html>.

4 Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC): Mitigation Pathways Compatible with 1.5°C in the Context of Sustainable Development; in: An IPCC Special Report on the impacts of global warming“; 2018. Zitiert nach: BlackRock: A sea change in global investing Integrating climate into portfolios with ETFs; Stand 21. April 2021.

5 Creditflux and Debtwire European Direct Lending Perspectives (EDLP) Q1/ 2021.

Stunde der Wahrheit für Private Debt

Unternehmen sehen Nachhaltigkeit zunehmend als Teil der ganzheitlichen Wertschöpfung

Gerade bei Privatmarktfinanzierungen, sprich jenseits der Stimmen- und Methodenvielfalt der öffentlichen Märkte, kann die Erfassung und Bewertung von ESG-Risiken einen echten Wertbeitrag leisten. Dies gilt sowohl für den Investor als auch für die kapitalsuchenden Unternehmen. Denn der direkte Dialog zwischen Asset-Managern und Unternehmen trägt zur Verbreitung des Nachhaltigkeitsgedankens bei – spätestens, wenn die Unternehmensführung merkt, wie sich durch die Einhaltung von Nachhaltigkeitskriterien Geschäftsrisiken vermeiden und Finanzierungskosten senken lassen. Umgekehrt stellen Firmen fest, wie sie durch positive Veränderungen und feste Zusagen in Bezug auf ihren Nachhaltigkeitspfad Finanzierungskosten positiv beeinflussen können.

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

Identifikation von wesentlichen ESG-Risiken

Sobald eine Finanzierung grundsätzlich in Frage kommt, untersuchen wir im Due-Diligence-Prozess auch detailliert ESG-Faktoren sowohl auf der Ebene des Vermögenswertes als auch auf der Ebene des Sponsors. Das ESG-Risiko-Screening und der Due-Diligence-Prozess werden dabei im Investment-Memo dokumentiert und im Investment Committee besprochen. Das Deal-Team kann auch Investitionsmöglichkeiten ablehnen, wenn sich mittlere oder hohe ESG-Risiken im Rahmen der Due-Diligence-Prüfung aufgrund eines eingeschränkten Zugangs zu Informationen nicht wesentlich mindern lassen. Daneben bewerten wir branchenspezifische ESG-Risiken. Dabei bedienen sich unsere Analysten auch der SASB Materiality Map® des Sustainability Accounting Standards Board (SASB). Diese hebt hervor, welche spezifischen E-, S- oder G-Themen in welcher Branche besonders wesentlich sein können.

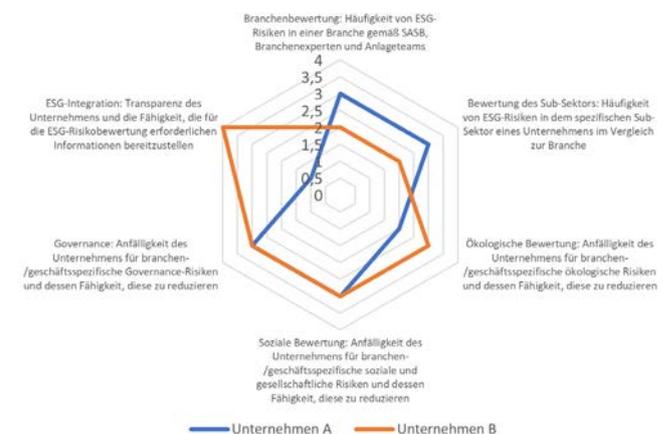
Bei der Entwicklung seiner Standards hat das SASB Nachhaltigkeitsthemen aus einer Reihe von 26 allgemein relevanten Nachhaltigkeitsthemen ausgewählt, die unter fünf Nachhaltigkeitsdimensionen organisiert sind (siehe Grafik 1).⁶

Grafik 1: Relevante Nachhaltigkeitsthemen nach SASB

Umwelt	Soziales Kapital	Umgang mit Mitarbeitern	Geschäftsmodell & Innovation	Führung & Governance
Treibhausgasemissionen	Menschenrechte und Beziehungen zur Gemeinschaft	Arbeitspraktiken	Produktdesign & Lebenszyklusmanagement	Unternehmensethik
Luftqualität	Privatsphäre der Kunden	Gesundheit und Sicherheit der Mitarbeiter	Widerstandsfähigkeit von Geschäftsmodellen	Verhalten im Wettbewerb
Energiemanagement	Datensicherheit	Mitarbeiterengagement, Diversität und Inklusion	Management der Lieferkette	Management des rechtlichen und regulatorischen Umfelds
Wasser- und Abwassermanagement	Zugang und Erschwinglichkeit		Materialbeschaffung & Effizienz	Risikomanagement bei kritischen Zwischenfällen
Abfall- und Gefahrstoffmanagement	Produktqualität und -sicherheit		Physische Auswirkungen des Klimawandels	Systemisches Risikomanagement
Ökologische Auswirkungen	Kundenwohl			
	Verkaufspraktiken und Produktkennzeichnung			

Bei den typischerweise bis zu sieben Jahren laufenden Finanzierungen achten wir bei BlackRock als „Buy & Hold“-Investor anhand einer proprietären und standardisierten ESG-Scorecard auf mögliche langfristige Risiken. Es gibt sechs Schlüsselfaktoren, die wir berücksichtigen, um den ESG-Gesamtscore abzuleiten. Dieser stellt einen gewichteten Durchschnitt aus dem Branchen- und dem Unternehmens-Score dar. Das Scoring-Modell (siehe Grafik 2) gewährleistet Konsistenz und ermöglicht die getrennte Bewertung von Branche, Unterbranche, ESG-Integration sowie der E-, S- und G-Faktoren. Es fördert die Transparenz und bietet eine konsistente Datenquelle für Monitoring und Analysen.

Grafik 2: BlackRock Private Credit ESG Scoring Model mit Bottom-up- und Top-down-Analyse – schematische Darstellung



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

⁶ Sustainability Accounting Standards Board; siehe unter <https://www.sasb.org/standards/materiality-map/>.

ESG-Monitoring und kontinuierlicher Dialog

Die Veränderung von ESG-Risiken über den Zeitverlauf beeinflusst die Werthaltigkeit einer Anlage. Ein entscheidendes Instrument, um die Kreditqualität zu erhalten oder gar zu verbessern, ist die laufende Überwachung dieser Risiken. Der anhaltende, aktive Dialog mit Kreditnehmern und Sponsoren (am Eigenkapital des Unternehmens maßgeblich beteiligte Private-Equity-Investoren) ist wichtig, um neue ESG-Themen zu identifizieren und bestehenden ESG-Themen zu überwachen. Um mögliche neue Risiken nach der Investition zu identifizieren oder Verbesserungen zu dokumentieren, aktualisiert das zuständige Investmentteam jedes Quartal den ESG-Score. Daneben senden wir jährlich einen ESG-fokussierten Fragebogen an jedes Portfoliounternehmen. Unser proprietäres ESG-Scoring-System dient auch dazu, den ESG-Fortschritt sowohl auf Asset- als auch auf Portfolioebene zu bewerten und über die gesamte Laufzeit des Investments zu verfolgen. Dabei bieten sich auch vielfältige Möglichkeiten, die Portfolio-Unternehmen in ihrer Entwicklung konstruktiv zu begleiten und ihr Know-how zu vergrößern: Das kann über den orchestrierten thematischen Erfahrungsaustausch zwischen den Portfoliofirmen oder über die Empfehlung spezialisierter Berater z. B. im Bereich Umwelt erfolgen. Daneben entfalten die über so genannte ESG-Margen-Ratchets gesetzten finanziellen Anreize ihre Wirkung. Sie setzen während der Laufzeit den Kreditnehmern konkrete Zielvorgaben für einzelne ESG-Aspekte, deren Erreichen z. B. durch die Herabsetzung des Zinssatzes honoriert wird, und sind immer häufiger Bestandteil der Finanzierungsvereinbarungen. Insofern zahlt sich Sorgfalt im Hinblick auf ESG bei Auswahl, Incentivierung und Monitoring von Privatkrediten doppelt aus: zum einen in der fortschreitenden nachhaltigen Ausrichtung von Unternehmen der Realwirtschaft, zum anderen im verbesserten Risikoprofil der absolut wie relativ wachsenden Private-Debt-Anlagen in den Portfolios institutioneller Investoren.

Positive Anreize

Inzwischen schließen wir keinen Darlehensvertrag mehr ohne umfassende ESG-Due-Diligence ab, deren Ergebnis in den meisten Fällen auch in einem verbindlichen ESG-Ratchet verankert wird. Damit wird die Incentivierung der Darlehensnehmer, bestimmte Maßnahmen im Hinblick auf Nachhaltigkeit zu ergreifen, zum festen Bestandteil einer Finanzierung. Das geht deutlich über das Thema CO₂-Fußabdruck hinaus in Bereiche wie Inklusion und Chancengleichheit in bestimmten Gremien oder sehr unternehmensspezifische Fragestellungen. Die Integration von ESG-Kriterien gewinnt damit eine neue Qualität, die neben dem Risikomanagement auch in Richtung gesellschaftliche Rendite geht, wenn ein Engagement auch gezielt etwas beim Portfolio-Unternehmen bewirken soll. Gerade bei Privatmarktanlagen ist die Betrachtung von ESG-Risiken und die aktive Steuerung des ESG-Risikoprofils über die Laufzeit ein wichtiger Qualitätsfaktor. Vorausschauend agierende Unternehmen können in Umbruchphasen häufig schneller und besser agieren. Gerade vor dem Hintergrund der aktuellen Phase multipler Strukturbrüche dürften Privatmarktfinanzierungen in dreifacher Hinsicht eine wichtige Rolle spielen, nämlich durch ihre Fähigkeit, in flexibler Weise den Finanzierungsbedarf der Realwirtschaft zu decken, einer nachhaltigeren Wirtschaft Vorschub zu leisten und gleichzeitig die anspruchsvollen Renditeerwartungen institutioneller Investoren zu erfüllen.

Kontakt und Autoren:

BlackRock

www.blackrock.com/institutions/de-de/einblicke

Rizwan Khan

Leiter Private Credit Sales und Alternatives Spezialist für Deutschland, Österreich und die Schweiz,

BlackRock

Tel.: +49 (69) 505003148

E-Mail: Rizwan.khan@blackrock.com

Dr. Theo Weber

Leiter des Private Debt Portfolio Management-Geschäfts,

BlackRock

Tel.: +49 (89) 427295898

E-Mail: Theo.weber@blackrock.com

Stunde der Wahrheit für Private Debt

Risikohinweise

Kapitalanlagerisiko. Der Wert von Anlagen und die daraus erzielten Erträge können sowohl steigen als auch fallen und sind nicht garantiert. Anleger erhalten den ursprünglich angelegten Betrag möglicherweise nicht zurück. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse und sollte nicht der einzige Faktor sein, der bei der Auswahl eines Produkts oder einer Strategie berücksichtigt wird.

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

Rechtliche Informationen

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

Im Europäischen Wirtschaftsraum (EWR): herausgegeben von BlackRock (Netherlands) B.V., einem Unternehmen, das von der niederländischen Finanzmarktaufsicht zugelassen ist und unter ihrer Aufsicht steht. Eingetragener Firmensitz: Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam, Tel.: +31(0)-20-549-5200. Handelsregister Nr. 17068311. Zu Ihrem Schutz werden Telefonate üblicherweise aufgezeichnet.

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

Dieses Dokument dient nur Informationszwecken. Es stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Anlage in einen BlackRock Fonds dar und wurde nicht im Zusammenhang mit einem solchen Angebot erstellt.

© 2022 BlackRock, Inc. Sämtliche Rechte vorbehalten. BLACKROCK, iSHARES und BLACKROCK SOLUTIONS sind Handelsmarken von BlackRock, Inc. oder ihren Niederlassungen in den USA und anderen Ländern. Alle anderen Marken sind Eigentum der jeweiligen Rechteinhaber.

Die Assetklasse Real Estate Debt nach der Zeitenwende

Bis zum Ausbruch des Ukraine-Krieges war die Assetklasse Real Estate Debt ungebremst auf Wachstumskurs. Nun haben steigende Inflation und Zinsen die Projektentwicklungstätigkeit gedämpft. Aber institutionelle Anleger investieren weiter in die Assetklasse, denn die Verzinsung ist nach wie vor risikoadäquat. Wichtig ist ein selektives Vorgehen. Voraussetzung für ein Engagement: ein qualitativ hochwertiges Projekt und ein solider Business-Case. Auch Bridge-Finanzierungen kommen wieder mehr zum Einsatz.

Die Assetklasse Real Estate Debt hat in den letzten Jahren vor dem Ukraine-Krieg in institutionellen Portfolios kontinuierlich an Bedeutung gewonnen. Vor allem Versorgungswerke und Pensionskassen waren relativ früh offen für das Thema. Die Versicherungen zogen etwas später nach und schließlich näherten sich auch Sparkassen und Volksbanken dem Thema – letztere allerdings eher zögerlich. Viele Investoren waren Anfang 2022 noch in der Konzeptions- und Aufbauphase – v.a. die Versicherungen. Beim Gros der Investoren liegt der Anteil von Real Estate Debt am Gesamtportfolio im Schnitt bei weniger als einem Prozent – allerdings mit wachsender Tendenz aufgrund der relativen Attraktivität von Debt-Strategien zur Direktanlage in Immobilien (Equity). Die Gruppe der Versorgungswerke ist schon weiter und hat höhere Quoten.

Was war der Grund für die Hinwendung zu Real Estate Debt? Die institutionellen Investoren waren in Zeiten von ultraniedrigen Zinsen – zehnjährige deutsche Staatsanleihen rentierten etwa im Dezember 2021 bei minus 0,31 Prozent – auf der Suche nach Rendite und planbaren Ausschüttungen, die im klassischen Fixed-Income-Markt nicht mehr realisierbar waren. Die Ausschüttungsrenditen von Real Estate Debt lagen bis Anfang 2022 oft bei über 5,0 Prozent p.a. und wiesen damit eine adäquate Illiquiditäts- und Risikoprämie im Vergleich zu anderen Anlagen auf.

Ein weiteres Pro-Argument: Real Estate Debt fällt nicht in die aufsichtsrechtliche Immobilienquote, sondern stellt als Kreditprodukt ein Fixed-Income-Surrogat dar. Dies war lange ein Vorteil, da die Immobilienquote vieler Investoren ausgeschöpft war.



Manuel Köppel,
Geschäftsführer der BF.capital GmbH

Das Gros der Institutionellen setzt auf Real Estate Debt Funds

Einige Investoren haben die Kredite auch direkt von der Bilanz, z.B. im Format eines Schuldscheins oder einer Anleihe, vergeben. Für das Gros der Anleger sind jedoch Debt Funds besser geeignet – auch weil dabei kein oder zumindest weniger eigenes Personal mit spezialisiertem Kredit-Knowhow aufgebaut werden muss, sondern auf die Expertise des Fondsanbieters zugegriffen werden kann. Qualifiziertes Personal in diesem Segment ist sehr rar. Entsprechend stieg die Zahl von Anbietern von Debt Funds am Markt. Dies führte zu einem großen Wettbewerb innerhalb der Anlageklasse.

Wann kommen Kreditfonds zum Einsatz? Kreditfonds werden bislang seltener für die klassische Bestandsfinanzierung genutzt. Dazu ist das Kapital zu teuer. In der Regel kommen die Gelder in Wertschöpfungs- und Sondersituationen zum Einsatz, beispielsweise bei Ankaufsfinanzierungen von Grundstücken, bei Projektentwicklungen mit gesichertem, aber entwicklungsfähigem Baurecht, bei Value-Add-Objekten mit größeren Leerständen, bei Umnutzungen (eventuell mit kurzen Restlaufzeiten der Mietverträge) und Refurbishments. Weitere Einsatzmöglichkeiten sind Bridge-Finanzierungen zur Überbrückung eines Zeitraums, bis eine endgültige Anschlussfinanzierung gewährt ist.

Die Assetklasse Real Estate Debt nach der Zeitenwende

Banken ziehen sich zurück, Real Estate Debt Funds stoßen in die Lücke

Auch das Verhalten der Banken spielte beim Wachstum von Kreditfonds in den letzten Jahren eine Rolle. Die Institute sind bereits in den beiden Corona-Jahren bei der Finanzierung von Wertschöpfungs- und Sondersituationen zurückhaltender geworden, eine Entwicklung, die sich nach Ausbruch des Ukraine-Kriegs noch einmal verstärkt hat. Dies zeigt auch die Studie Emerging Trends in Real Estate 2022 von PwC und Urban Land Institute (ULI). Im Rahmen der Erhebung wurde auch die Herkunft von Fremdkapital untersucht. Bei Banken gab es die größten Rückgänge, bei alternativen Fremdkapital-Plattformen (Kreditfonds) und anderen nicht-bankengebundenen Kreditgebern hingegen das größte Wachstum.

Inflation, steigende Zinsen und Ukraine-Krieg verändern Rahmenbedingungen

Wie hat sich die Situation von Kreditfonds im ersten Halbjahr 2022 verändert? Die wichtigste Änderung ist sicherlich der deutliche Zinsanstieg in der Folge der Zunahme der Inflation. Der 10-Jahres-Swap-Satz – ein wichtiger Indikator für die Zinsen von langfristigen Immobilienfinanzierungen – kletterte von rund 0,34 Prozent Anfang des Jahres 2022 in der Spitze auf 2,59 am 14. Juni. Seitdem ist ein leichter Rückgang zu beobachten auf 2,0 Prozent am 19. Juli 2022.¹ Laut Finanzierungsplattform Interhyp stiegen die Zinsen für eine zehnjährige Immobilienfinanzierung von rund 1,0 Prozent Anfang 2022 auf 3,1 Prozent Mitte Juli 2022.² Dies entspricht einer Verdreifachung in wenigen Monaten. So hoch waren die Zinsen zuletzt vor über zehn Jahren.

Die Zinsen sind eine der wichtigsten – vielleicht sogar die wichtigste – Einflussgröße auf den Immobilienmarkt. Ein Zinsanstieg in der dargestellten Höhe hat erhebliche Auswirkungen auf die gesamte Assetklasse Immobilien.

Fremdkapital wird attraktiver als Eigenkapital

Eine Auswirkung auf Real Estate Debt ist, dass Fremdkapital aus Renditegesichtspunkten attraktiver ist als Eigenkapital. Die Eigenkapitalrenditen im Immobilienbereich sind in der Krise bislang nicht auf breiter Front gestiegen und bewegen sich immer noch zwischen 2,5 und zumeist maximal 4 Prozent. Damit haben Immobilien im Vergleich zu anderen Anlagen – beispielsweise bringen zehnjährige US-Anleihen mittlerweile ebenfalls rund drei Prozent p.a. – an Attraktivität verloren.

Anders der Bereich Real Estate Debt: Dort können die Renditen aktuell nach oben angepasst werden. Der Aufschlag gegenüber liquideren und ggf. auch weniger riskanten Fixed-Income-Produkten bleibt also erhalten. Während die laufende Verzinsung von Whole-Loans vor der Krise bei 4,0 bis 6,0 Prozent p.a. lag, sehen wir bei neu ausgereichten Darlehen durchaus auch Zinssätze zwischen 7,0 und 8,0 Prozent p.a. Bei der höheren Verzinsung handelt es sich um eine Kombination aus Marktzinseffekten und angepasster Risikoprämie, da die Risiken im Projektentwicklungsgeschäft deutlich zugenommen haben – beispielsweise durch Baukostensteigerungen, Energiekrise und die Rohstoffknappheit. Dies spiegelt übrigens auch das aktuelle BF-Quartalsbarometer wider: Die Loan-to-Values und Loan-to-Costs stagnieren bzw. fallen, während die Bankmargen – also die Risikovergütung der Finanzierer – steigen.

Rückkehr des Projektentwicklungsrisikos

Die Auswirkungen der Krise auf das Real-Estate-Debt-Segment sind vielfältig: Aktuell baut nur, wer – aus vertraglichen Verpflichtungen – wirklich bauen muss. Vertriebsphasen sowohl beim Einzelverkauf von Wohnungen als auch beim En-bloc-Verkauf ganzer Objekte verlängern sich. Parallel dazu werden zahlreiche Projektentwicklungen verschoben bzw. abgesagt. Dies wiederum hat Auswirkungen auf Real-Estate-Debt-Engagements. Bei bestehenden Finanzierungen nehmen Prolongationen deutlich zu – etwa weil es zu Bauverzögerungen aufgrund von Materialknappheit kommt oder mit dem Bau noch gar nicht begonnen wird. Unserer Beobachtung nach werden Prolongationen bei qualitativ hochwertigen Projekten mit stabilem Business-Case und guter Prognose auch überwiegend gewährt. Eine andere Folge ist die Zunahme von Bridge-Finanzierungen. Diese kommen zum Einsatz, wenn sich Vermarktungs- oder Verhandlungsphasen in die Länge ziehen oder auch, wenn ein Entwickler mit dem Exit noch warten will, weil er in sechs oder zwölf Monaten mit besseren Verkaufsbedingungen rechnet. Ähnliches haben wir beispielsweise in der Corona-Zeit bei Finanzierungen von Hotel-Entwicklungen – eine von der Pandemie besonders betroffene Nutzungsart – beobachtet.

Mehr Whole-Loan, weniger Mezzanine-Kapital

Es kommt auch zu Verschiebungen innerhalb des Real-Estate-Debt-Segments. Da weniger gebaut wird, wird weniger Mezzanine-Kapital ausgereicht. Whole-Loans – mit denen häufig Aktivitäten vor der Bauphase finanziert werden – kommen im Gegenzug mehr zum Einsatz. Dies spiegelt sich beispielsweise auch in unserem Fonds wider. Wir hatten ursprünglich ein Verhältnis von Mezzanine zu

¹ <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/boersenkurse/xc0009683662-26174440/>
[Aufruf am 19.07.2022]

² <https://www.interhyp.de/ratgeber/was-muss-ich-wissen/zinsen/zins-charts.html>
[Aufruf am 19.07.2022]

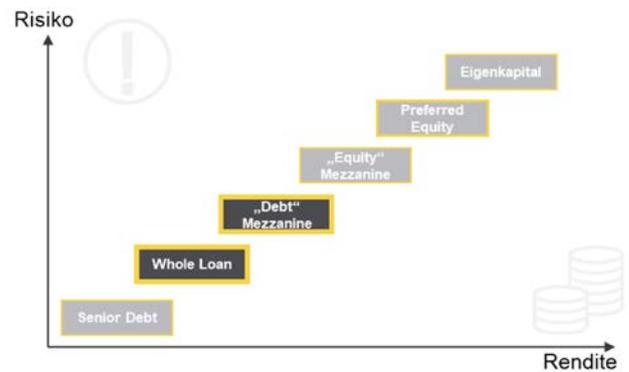
Die Assetklasse Real Estate Debt nach der Zeitenwende

Whole-Loans von 50 zu 50 geplant. Allerdings steht der Fonds mittlerweile bei einem Drittel zu zwei Dritteln zugunsten der Whole-Loans, was neben reinen Markteffekten natürlich aber auch aus internen Risikoüberlegungen und einer bewusst defensiveren Positionierung des Portfolios resultiert.

Bleibt noch die Frage nach der Reaktion der Institutionellen Investoren. Diese sind – wie oft in Krisensituationen – sehr zurückhaltend und warten erst einmal ab. Außerdem hat die Krise zu Verwerfungen in vielen Portfolios geführt. Aktien- und Anleihepositionen weisen seit Beginn des Jahres 2022 in der Regel Kursverluste aus, die sich je nach Bilanzierung bereits materialisiert haben oder zum Abschmelzen von stillen Reserven führen. Im Gegenzug wachsen häufig die Quoten in illiquiden Assetklassen, da diese aufgrund der nachlaufenden Bewertungsmethodik langsamer reagieren. Solche Effekte bedeuten allerdings keinen totalen Stillstand der Investitionen, sondern eher ein deutlich selektiveres Vorgehen. Dazu ein Beispiel: Im Juni 2022 zeichneten mehrere institutionelle Investoren ein Schuldscheindarlehen in Höhe von 78 Mio. Euro. Das Geld fließt in die Vorbereitung einer Umnutzung und Ergänzung eines Bestandsimmobilie in Erlangen.

Fazit: Auch das Real-Estate-Debt-Segment ist von den Auswirkungen der Krise betroffen. Hier ist insbesondere der Rückgang der Projektentwicklungen und der Bautätigkeiten zu nennen. Parallel dazu hat sich die Nachfrage vonseiten der Kapitalnehmer verlagert. Es werden mehr Bridge-Finanzierungen und auch mehr Prolongationen in Anspruch genommen. Aufgrund des gestiegenen Risikos ist auch die Verzinsung gestiegen. Dennoch geht das Geschäft – wenn auch selektiv – weiter: Voraussetzung ist ein stabiler Business-Case und eine gute Prognose.

Typische Positionen in der Kapitalstruktur



Kontakt und Autor:

BF.capital GmbH
Friedrichstr. 23 a
70174 Stuttgart
www.bf-capital.de

Manuel Köppel, Geschäftsführer

Tel: +49 711 22 55 44 136

E-Mail: M.Koepfel@bf-direkt.de

AUSFÜHRLICHE
INFORMATIONEN
UNTER:
WWW.EBS.EDU/ES

SATTELFEST IN ALTERNATIVEN UND NACHHALTIGEN FINANZANLAGEN

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

Kompaktstudium Private Equity

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

Start 20. Jahrgang: 12.09.2022

www.ebs.edu/pe

Kompaktstudium Sustainable & Responsible Investments (SRI)

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

Start 9. Jahrgang: 19.09.2022

www.ebs.edu/sri

Kompaktstudium Corporate Sustainable Finance (CSF)

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

Start 4. Jahrgang: 29.08.2022

www.ebs.edu/csf

Kompaktstudium Impact Investing (IIV)

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

Start 2. Jahrgang: 17.11.2022

www.ebs.edu/iiv

EBS Executive School
Hauptstraße 31
65375 Oestrich-Winkel
Tel.: +49 611 7102 2010
info.es@ebs.edu
www.ebs.edu/es



Deutsches Aktieninstitut
Kapital. Markt. Kompetenz.



EBS  **Universität**

12.
SEP

BAI INNOVATIONSDAY 2022
Campus Westend (Casinogebäude),
Goethe-Universität, Frankfurt

Rabatt für BAI-Mitglieder

- Das BAI-Tech-Event zum Einsatz neuer Technologien in der Asset-Management- Branche (insbes. DLT, KI, DeFi) und neuartigen Anlagemöglichkeiten in der institutionellen Kapitalanlage
 - Zielgruppe: Mitglieds-/Branchenunternehmen, institutionelle Investoren und Technologieunternehmen/ Start-ups
 - Vorstellung von ausgewählten Start-ups aus den Bereichen Technologie und Asset Management
- Weitere Informationen: Christina Gaul, +49 228 96987 35 und gaul@bvai.de.
- >> [Zum Programm](#)
- >> [Zur Anmeldung](#)

12.
SEP

EBS KOMPAKTSTUDIUM PRIVATE EQUITY
Oestrich-Winkel

Rabatt für BAI-Mitglieder

Start des 20. Jahrgangs des 6-tägigen, berufsbegleitenden EBS Kompaktstudium Private Equity.

Das EBS Kompaktstudium Private Equity vermittelt einen strukturierten Überblick und vertiefende Einblicke in Private Equity-Märkte und die zugrunde liegenden Techniken. Die Teilnehmer erhalten ein breit gefächertes Wissen über den Investmentprozess, die Auswahl und Analyse von Managern und Fonds, die wirtschaftlichen, rechtlichen, steuerlichen und aufsichtsrechtlichen Implikationen sowie den Beitrag von Private Equity-Investments im Asset Management-Prozess.

Weitere Informationen unter www.ebs.edu/pe

14.
SEP

NACHHALTIGE GELDANLAGEN 2022 -
REGULIERUNG, IMPACT UND INVESTMENTS
Frankfurt School of Finance & Management

Rabatt für BAI-Mitglieder

Im September findet die 15. Jahreskonferenz "Nachhaltige Geldanlagen" statt. Das Programm der Jubiläumskonferenz setzt sich aus praxisrelevanten, innovativen, aktuellen und zukunftsweisenden Themen zusammen. Die Sprecherinnen und Sprechern kommen u.a. aus folgenden Häusern: Eurosif, Comgest, Blackrock, BNP Paribas, ARAMEA Asset Management AG und PWC. Neben Vorträgen und Diskussionsrunden bieten interaktive Roundtables und die Konferenzpausen viel Gelegenheit für Fachgespräche.

Nutzen Sie die Chance für einen intensiven Erfahrungsaustausch beim jährlichen Treffpunkt für Anbieter und Investoren nachhaltiger Investments.

Weitere Informationen, Programm und Anmeldung: www.fs-verlag.de/nga

19.
SEP

5. PRIVATE DEBT KONFERENZ Frankfurt

Rabatt für BAI-Mitglieder

Wie wirken sich Ukraine-Krieg, Pandemie und Zinswende auf Anlagen in Private Debt aus? Diese Frage möchten wir am 19. September 2022 im Rahmen der 5. Private Debt Konferenz gemeinsam mit Ihnen und ausgewählten Experten diskutieren.

Inhalte:

- Private Debt als Baustein der Anlagepolitik
- Was macht Private Debt für Versicherungen attraktiv?
- Aktuelle Entwicklungen beim direct lending
- 10 Fragen, die Sie als institutioneller Investor schon immer zu Private Debt stellen wollten?
- Auswirkungen der Zinswende
- Institutionalisierungstendenzen bei Private Debt
- Kann Private Debt die höheren Renditeerwartungen von Family Offices erfüllen?

Jetzt mit dem Aktionscode BAI 2022 anmelden: <https://www.wmseminare.de/veranstaltung/1598/anmeldung/>

19.
SEP

EBS KOMPAKTSTUDIUM SUSTAINABLE & RESPONSIBLE INVESTMENTS Oestrich-Winkel

Rabatt für BAI-Mitglieder

Start des 9. Jahrgangs des 7-tägigen, berufsbegleitenden EBS Kompaktstudiums Sustainable & Responsible Investments mit über 20 Experten aus der SRI-Investment- und Beratungspraxis. Das Kompaktstudium Sustainable & Responsible Investments der EBS Executive School vermittelt einen strukturierten Überblick und vertiefende Einblicke in das zukunftsorientierte und ökonomisch sowie gesellschaftlich relevante Feld der nachhaltigen Investments. Das berufsbegleitende Weiterbildungsstudium legt dabei einen besonderen Fokus auf den globalen gesellschaftlich-politischen Kontext, auf das ökonomische Konzept, die Besonderheiten für bestimmte Asset-Klassen, auf ESG-Investment-Strategien und auf die Bestimmung von ESG-Wertbeiträgen für Unternehmen und für Portfolios.

Weitere Informationen unter: www.ebs.edu/sri

22. SEP

-

8. DEZ

M&A LEHRGANG Hybrid

Rabatt für BAI-Mitglieder

Der Lehrgang vermittelt in 10 Modulen die Grundlagen für eine erfolgreiche Durchführung von M&A-Transaktionen. Expertinnen und Experten verschiedenster Fachbereiche werden den Teilnehmenden durch einen interdisziplinären Austausch ein abgerundetes Bild der aktuellen Transaktionspraxis bieten. Er richtet sich in erster Linie an Berufsträgerinnen und Berufsträger mit bis zu drei Jahren Berufserfahrung aus allen Bereichen der M&A-Praxis (Private Equity-Fonds, Unternehmen, Banken, Corporate Finance-Berater). Aber auch Interessierte, die bereits über Erfahrungen in M&A-Transaktionen verfügen, können hier ihre Kenntnisse in einzelnen Bereichen erweitern.

22. - 23.
SEP

TSI CONGRESS 2022 **Berlin und virtuell**

Rabatt für BAI-Mitglieder

Finanzierung der wirtschaftlichen Transformation im Konnex von Nachhaltigkeit, Wachstum und Geldwertstabilität
Der diesjährige TSI Congress am 22. & 23. September 2022 spiegelt die aktuellen Themen, Chancen und Herausforderungen wider, die nicht nur die Asset Based Finance Märkte betreffen:

2022 +++ Geopolitische Zäsur +++ Stagflation auf dem Vormarsch +++ Nachhaltigkeit und Sicherheit als globale Prioritäten +++ Banken- und Kapitalmarktfinanzierung im Wandel +++ Asset Based Finance zur Finanzierung der Transformation

Das geballte Asset Based Finance Know-how in Berlin: Treffen Sie die Experten und vertiefen Sie Ihr Netzwerk!

80+ Sponsoren und Medienpartner
100+ Referenten
30+ Panels, Workshops & Panels
650+ Teilnehmer (onsite in Berlin + online)

>> [Das sind unsere Themen 2022](#) >> [Seien Sie dabei - jetzt anmelden!](#)

27.
SEP

SACHWERTE DIGITAL **Berlin**

Rabatt für BAI-Mitglieder

Real Assets wechseln mit Tokens auf die Überholspur

Am 27. September 2022 findet die B2B-Konferenz "Sachwerte digital" in Berlin statt. In 12 Workshops, einem Impuls-Speech aus dem BMF und einem großen Bankenpanel widmet sich der Kongress ausführlich der Digitalisierung in der Welt der strukturierten Sachwertinvestments. Sachwerte digital 2022 beschäftigt sich u.a. mit den folgenden Themen: die Formen der Tokenisierung von Sachwerten (Immobilien, Solaranlagen, Schiffe, Wald, Kunst, Wein, u. v. m.), das elektronische Wertpapier, die Standardisierung und der Zweitmarkt in der Token-Economy, das Ökosystem für Digital Real Assets. Programm, Referenten und Möglichkeit zur Anmeldung finden Sie unter: www.sachwerte-digital.de

27. - 28.
SEP

25. JAHRESTAGUNG PORTFOLIOMANAGEMENT **Hotel Hilton Frankfurt City Centre**

Das Programm der Jubiläums-Konferenz steht unter der Überschrift „Frische Perspektiven für die institutionelle Kapitalanlage in einem fragilen Umfeld“. Exzellente internationale ReferentInnen lassen Sie an ihrem erstklassigen Wissen teilhaben. Einige ausgewählte Highlights sind:

- **Rob Arnott** (Research Affiliates) – einer der renommiertesten Brückenbauer zwischen der empirischen Kapital marktforschung und der institutionellen Kapitalanlage
- **Professor Lasse H. Pedersen** – mehrfach ausgezeichnet für seine Forschungsarbeit und Professor für Finance an der Copenhagen Business School sowie an der NYU Stern School of Business
- **Professor Eberhard Sandschneider** (Berlin Global Advisors) – einer der angesehensten Experten für die internationalen Beziehungen im Raum Asien-Pazifik
- **Cathie Wood** (ARK Investment) – weltweite Vorreiterin im Bereich Hypergrowth Investments

Detaillierte Informationen finden Sie unter www.jahrestagung-portfoliomanagement.de

10. - 11.
OKT

SZ-KAPITALANLAGETAG München

20% Rabatt für BAI-Mitglieder

Erfolgreiches und nachhaltiges Investieren in einer Welt im Wandel – das ist die größte Herausforderung für Anleger nach der Corona-Krise und mitten in einer neuen Ordnung, die sich durch den Ukraine-Krieg gerade formiert. Unter dem Motto „Globale Krisen, Inflation und ESG – aktuelle Chancen und Herausforderungen für Asset Manager und Investoren können Sie am 10. und 11. Oktober 2022 in München beim 8. SZ-Kapitalanlagetag mit Expertinnen und Experten diskutieren.

Bei Anmeldung über den BAI erhalten Sie 20% Rabatt.
Melden Sie sich dazu gleich mit dem Code **82230209-BAI20** an!

27.
OKT

BAYERISCHER FINANZGIPFEL München & virtueller Form

Rabatt für BAI-Mitglieder

Der 16. Bayrische Finanzgipfel steht am 27. Oktober 2022 unter dem Motto „Nach vorne im Gegenwind. Womit sich die Finanzbranche heute beschäftigen muss“. Im Mittelpunkt der Tagung stehen in diesem Jahr vor allem die Auswirkungen der aktuellen politischen Lage und ihre Konsequenzen für die Finanzmärkte. Wie gut sind die Branchen aufgestellt? Was bedeutet das für den Kunden und wie wirken sich Inflation, sinkende Kaufkraft und Zukunftsangst aus? Und wie geht es weiter mit Nachhaltigen Finanzen, ESG und Klimazielen? Auch in diesem Jahr findet begleitend die SZ-Finanzgründerreihe statt und die drei ausgewählten Start-ups werden sich auf der Bühne präsentieren.

Die Teilnahme an der Veranstaltung erfolgt kostenfrei auf Einladung. Registrieren Sie sich als Interessent!

27. - 28.
OKT

12TH NEW ENERGY INVESTOR SUMMIT Rüschlikon (bei Zürich), Schweiz

Rabatt für BAI-Mitglieder

Der New Energy Investor Summit ist die führende Schweizer Veranstaltung für Investitionen in Erneuerbare Energien. Einmal im Jahr vernetzen wir das Top-Management von finanzkräftigen Investoren, Projektentwicklern, Anbietern von Investitionsstrukturen und Dienstleistern aus ganz Europa. In vereinbarten Meetings (über ein Matchmaking-Tool) klären die potenziellen Geschäftspartner Fragen zu Kooperationen, Projekten und direkten oder indirekten Beteiligungen in den Technologien Windkraft, Solarenergie, Wasserstoff und Wasserkraft. Bei Vorträgen, der Podiumsdiskussion und in Workshops tauschen sich die Teilnehmenden und Referenten zudem über Marktentwicklungen und Best-Practice-Lösungen aus.



MaRisk Rundschreiben 10/2021 (BA) - Mindestanforderungen an das Risikomanagement

Prof. Dr. Dieter Krimphove und Stefan Lüke

C.H. BECK, 2022, Hardcover (In Leinen), 925 Seiten, ISBN 978-3-406-67283-5, 189,00 €

Die Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk) - veröffentlicht von der BaFin - konkretisieren § 25a KWG und sind die Umsetzung der qualitativen Anforderungen der Vorgaben der internationalen Standardsetzer an das Risikocontrolling von Banken und die entsprechenden bankaufsichtlichen Überprüfungsprozesse in deutsches Recht.

Der neue Kommentar baut auf der sechsten Novelle der MaRisk auf. Seit der letzten Überarbeitung der MaRisk sind einige Themen zum Risikomanagement auf europäischer Ebene durch Guidelines der ESMA und insbesondere der EBA in den Vordergrund gerückt.

Im Fokus stehen u.a. die Inhalte der seitens der EBA erlassenen " (sog. NPEs & FPEs). Die-se haben erhebliche Bedeutung für die Strategie des Risikomanagement und der Stundungspraxis bis hin zur Bewertung von Sicherheiten und für die Wertberichtigung.

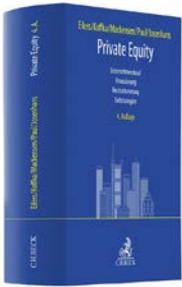
Weitere Neuerungen betreffen unter anderem die Outsourcing-Praxis der Unternehmen, hervorgerufen durch die EBA- "Guidelines on outsourcing arrangements" (EBA/GL/2019/02).

Die Kommentierung erfolgt vor dem Hintergrund zahlreicher Banken Krisen. Der Kommentar macht mithin auch auf das Erkennen und Aufgreifen riskanten Banken-Handelns aufmerksam.

Der neue Kommentar liefert einen ganzheitlichen Blick zu den MaRisk und erläutert die komplexe Rechts- und Gesetzeslage unter Berücksichtigung der vielfältigen einschlägigen Rechtsprechung, Guidelines und Auslegungshinweise europäischer Behörden.

Vorteile auf einen Blick

- ausführliche Darstellung der Neuerungen
- praxistaugliche Anwendungshinweise
- kompakte Übersicht der sich in der täglichen Arbeit stellenden Pflichten



Private Equity Unternehmenskauf, Finanzierung, Restrukturierung, Exitstrategien

Prof. Dr. Stephan Eilers (LL.M.), Dr. Nils Matthias Koffka, Dr. Marcus Mackensen (LL.M.), Dr. Markus Paul, Dr. Michael Josenhans (LL.M.) (Hrsg.)

C.H. BECK, 4. Auflage 2022, Hardcover (In Leinen), 735 Seiten, ISBN 978-3-406-78306-7, 199,00 €

Zum Werk

Dieses Handbuch folgt dem Lebenszyklus einer Private-Equity-Transaktion. Es wird gezeigt, wie ein Private-Equity-Fonds den Erwerb eines Unternehmens prüft, wie die Vertragsdokumente ausgehandelt werden und welche Rolle der Private-Equity-Investor dabei spielt. Neben der Akquisition des Unternehmens spielen die Strukturierung, Finanzierung und die Beteiligung des Managements eine wichtige Rolle. Dabei reicht die Darstellung über die Halteperiode bis hin zur Ausgestaltung der Veräußerung des Unternehmens durch den Private-Equity-Fonds.

Inhalt

- Der Unternehmenskauf durch einen Private-Equity-Investor (Grundmodell)
- Der Unternehmenskauf börsennotierter Unternehmen und seine Besonderheiten (Public-to-Private)
- Besondere Transaktionen (einschließlich Krisentransaktionen, Immobilientransaktionen und Joint Ventures)
- Ausgestaltung der Akquisition unter steuerlichen Gesichtspunkten
- Finanzierung
- Beteiligung des Managements
- Halten des Investments durch den Private-Equity-Investor
- Desinvestition (Exit)
- Co-Investments in Familienunternehmen
- Family Offices als Investoren

Vorteile auf einen Blick

- Leitfaden für die komplexen Vorgänge beim Erwerb eines Unternehmens durch einen Private-Equity-Investor
- Darstellung der Interessenlagen der Beteiligten an der Transaktion
- Vertragsmuster und Formulierungsvorschläge

Zur Neuauflage

Sämtliche Kapitel werden aktualisiert und an die - teilweise erheblichen - Veränderungen sowohl der Marktpraxis als auch der rechtlichen Grundlagen angepasst. Der Markt für Unternehmenskäufe ist in den letzten Jahren noch verkäuferfreundlicher geworden, so dass Käufer sich an-derweitig absichern müssen; vor diesem Hintergrund haben sich W&I-Versicherungen, aber auch Rückbeteiligungen der Verkäufer weiter durchgesetzt. Auf der rechtlichen Seite waren neben den laufenden Änderungen der Steuergesetze und steuerlichen Rechtsprechung und Verwaltungspraxis vor allem das Unternehmensstabilisierungs- und -restrukturierungsgesetz (StaRUG) relevant.



Handbuch Immobilienwirtschaft Investition und Finanzierung, Marketing, Controlling, Wertermittlung, Asset Management, Genossenschaften, Quartiersentwicklung, Bautechnik, Wohnungspolitik

Markus Mändle (Hrsg.)

Haufe, 2. Auflage 2022, 838 Seiten, ISBN 978-3-648-15819-7, 69,95 €

Dieses Handbuch enthält eine Zusammenstellung aktueller Themengebiete der Immobilienwirtschaft in einführenden Darstellungen. Ausgewiesene Immobilienexperten und -expertinnen geben eine verständliche und schnelle Orientierung über die wichtigsten Fragestellungen, Inhalte und Probleme ihres Fachgebiets. Von diesem Wissen profitieren Studierende, Teilnehmende in der Aus- und Weiterbildung sowie Praktikerinnen und Praktiker der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft. Zusätzlich stehen digitale Extras zur Verfügung.

Inhalte

- Bautechnik
- Immobilieninvestition und Immobilienfinanzierung
- Immobilienmarketing, Immobiliencontrolling und Immobilienbewertung
- Wohnungsbaugenossenschaften
- Asset Management
- Immobilienpolitik
- Bezahlbares Wohnen und ökologische Transformation
- Immobilienfinanzierung: Basel IV, Kreditfonds und Crowdfunding
- Zukunftsthemen des Immobiliencontrolling
- Genossenschaftlicher Wohnungsbau als "natürliche" Mietpreisbremse
- Neu in der 2. Auflage: bezahlbares Wohnen und ökologische Transformation, Digitalisierung, neue Wertermittlungsverordnung (WertV)



Warum es so schwer ist, ein guter Mensch zu sein ... und wie wir das ändern können: Antworten eines Verhaltensökonom

Armin Falk

Siedler, 2022, Hardcover, 336 Seiten, ISBN 978-3-8275-0160-8, 24,00 €

Würden Sie für 100 Euro ein Leben retten? Die Antwort scheint klar, denn wollen wir Menschen nicht immer das Gute? Doch zeigt Armin Falk, Deutschlands führender Verhaltensökonom, dass wir oft das Gute wollen und es dann doch nicht tun – wir sind viel weniger gut, als wir denken. Was hindert uns daran, uns jeden Tag anständig zu verhalten: Endlich auf Ökostrom umstellen, keine Plastikbecher mehr nutzen, für Bedürftige spenden, das Klima schützen oder das Tierwohl achten?

An vielen konkreten Beispielen und auf der Basis langjähriger eigener Studien zeigt uns der Leibniz-Preisträger, unter welchen Umständen sich Menschen moralisch verhalten und wann nicht. Wieviel Einfluss haben die Persönlichkeit, das Geschlecht, die Erziehung, die Kultur? Wenn wir das verstehen, wird es uns leichter fallen, nicht nur uns selbst zu verändern – sondern auch die Rahmenbedingungen in Wirtschaft und Gesellschaft.