



Schwerpunktthema „Private Debt“

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



Bitte merken Sie sich die folgenden Termine vor:

Donnerstag, 9. März 2023, Frankfurt
BAI Private Debt Symposium

Donnerstag, 30. März 2023, online
BAI-Mitgliederversammlung

Montag, 24. April – Mittwoch, 26. April 2023, Kap Europa, Frankfurt
BAI Alternative Investor Conference (AIC)

Save the Date: Dienstag, 9. Mai 2023
BAI Insight 60

Save the Date: Donnerstag, 7. September 2023, Frankfurt
BAI InnovationsDay

Save the Date: Donnerstag, 19. Oktober 2023, Frankfurt
BAI Real Assets Symposium

Save the Date: Montag, 20. November 2023, Frankfurt
BAI Workshop Sustainable Finance & ESG

Inhalt

- 4 Leitartikel**
Frank Dornseifer, BAI e.V.
- 7 Mitgliederneuvorstellungen**
- 9 Greenwashing durch Fondsamen?**
Anmerkungen zu ESMA's Konsultationspapier
Michael Bommer, BAI e.V.
- 16 Gastkommentar: Neue Chancen für Private Equity**
Harald Klug, BlackRock
- 17 Nachhaltig hohe Kreditqualität und überdurchschnittliche Renditen für Akquisitionsfinanzierungen im Lower Mid Market in Europa**
Dr. Klaus Petersen und Benjamin Schall, Apera Asset Management
- 20 Private Credit: Trends in einem schwierigen Marktumfeld**
Adam Wheeler, Barings
- 22 Infrastructure Debt – Die richtige Anlage zur richtigen Zeit?**
Sabine Fischer und Alexander Bode, BB Alternatives GmbH
- 28 Trends in Real Estate Debt**
Manuel Köppel, BF.capital GmbH
- 31 Private Credit: Entwicklungen und Chancen bei der direkten Kreditvergabe**
Rizwan Khan und Dr. Theo Weber, BlackRock
- 36 Private Debt für kleine und mittlere Unternehmen und Hidden Champions**
Matthias Mathieu, BRIGHT CAPITAL
- 39 Corporate Private Debt – Alternative zu Bankkrediten und Private Equity für Unternehmen und attraktive Anlageklasse für institutionelle Investoren**
Florian Wimpff und Philipp Dambach, ELF Capital Group
- 42 The value of embedding ESG in due diligence**
Michael Curtis, Fidelity International
- 45 Schnallen Sie sich an – an den Kreditmärkten wird es turbulent**
Ray Costa, Benefit Street Partners
- 50 Immer besseres Umfeld für Private-Debt-Co-Investments**
Florian Hofer, Golding Capital Partners
- 54 Trotz hoher Inflation und steigender Zinsen – bleibt Private Debt attraktiv?**
Robert Guzialowski, HANSAINVEST Hanseatische Investment-GmbH
- 57 The case for private credit after a reset in the public markets**
Karen Simeone and Martina Schliemann, HarbourVest Partners
- 60 Senior Loans vs High Yield: warum sich Senior Loans im aktuellen Marktumfeld bewähren**
Sebastian Römer, Natixis Investment Managers
- 65 Private-Debt: Sponsorless-Transaktionen bei Mittelstandskrediten – ein unausgeschöpfter Markt**
Chris Rust und Lei Lei, Ninety One
- 68 Volatilität an europäischen Märkten bietet Chancen für Investitionen in Immobilienkredite**
Nuveen
- 71 Die Auswirkungen steigender Zinsen auf den Immobilienmarkt und wie Investoren davon profitieren können**
Guido Gerstner, Prime Capital AG
- 74 Private Real Estate Debt Investments - Ende eines kontinuierlichen Aufschwungs?**
Sebastian Kreutel, Andreas Hofstätter, Niklas Storch, PwC
- 78 Private Debt – An All-Weather* Asset Class**
Matthias Erb und Veith Riebow, StepStone Group
- 85 Senior Secured Loans – eine attraktive Alternative**
Valeriy Petrov und Benno Jöckel, Swiss Life Asset Managers
- 89 Resiliency in Times of market Turbulence**
Richard T. Miller and Suzanne Grosso, TCW Private Credit
- 94 Veranstaltungshinweise**
- 97 Buchvorstellungen**

Sehr geehrte Damen und Herren, liebe Mitglieder,

Themenschwerpunkt Private Debt / BAI-Symposium

eines der prominentesten Themen der letzten Wochen auf allen Medienkanälen war und ist ChatGPT! Grund genug, doch einmal auszuprobieren, was ChatGPT zum Themenschwerpunkt dieses Newsletters, also Private Debt, parat hält. Vom Ergebnis – inklusive Übersetzung durch DeepL – können Sie sich in den nächsten sieben Absätzen selbst überzeugen:

„Private Kredite, auch bekannt als Nicht-Bankkredite, haben in den letzten Jahren stark zugenommen, da institutionelle Anleger in einem Niedrigzinsumfeld höhere Renditen anstreben. Eine beliebte Form von Privatkrediten sind Kreditfonds, die Anlegern Zugang zu einem diversifizierten Portfolio von Krediten an Unternehmen und andere Einrichtungen bieten.

In dem Maße, wie sich die Weltwirtschaft von der COVID-19-Pandemie erholt, wächst jedoch die Besorgnis über die potenziellen Herausforderungen, denen sich private Schuldtitel und Kreditfonds gegenübersehen. Insbesondere die steigende Inflation und die höheren Zinssätze könnten zu vermehrten Zahlungsausfällen und Insolvenzen bei den Unternehmen führen, die Kredite bei diesen Fonds aufnehmen.

Darüber hinaus könnten restriktive Finanzierungsbedingungen wie strengere Kreditvergabestandards und höhere Eigenkapitalanforderungen den Unternehmen den Zugang zu den Finanzmitteln erschweren, die sie benötigen, um zu wachsen und wettbewerbsfähig zu bleiben. Dies könnte sich negativ auf das Wirtschaftswachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen auswirken.

Institutionelle Anleger, die wichtige Akteure auf dem Markt für private Schuldtitel sind, sind ebenfalls erheblichen Risiken ausgesetzt. Wenn die Zinsen steigen, wird der Wert ihres Anleiheportfolios sinken, während das Ausfallrisiko in ihrem Kreditportfolio steigen könnte.

Angesichts dieser Herausforderungen ist es wichtig, dass politische Entscheidungsträger und Aufsichtsbehörden den Markt für private Anleihen sorgfältig überwachen und Maßnahmen zur Minderung potenzieller Risiken ergreifen. Dazu könnte die Einführung strengerer Vorschriften und einer strengeren Aufsicht gehören, um sicherzustellen, dass die Anleger umfassend über die mit privaten Schuldtiteln und Kreditfonds verbundenen Risiken informiert sind.

Darüber hinaus könnten die politischen Entscheidungsträger auch eine gezielte Unterstützung für kleine und mittlere Unternehmen in Erwägung ziehen, die Schwierigkeiten beim Zugang zu Finanzmitteln haben, da sie anfälliger für die Auswirkungen der restriktiven Finanzierungsbedingungen sind.



Frank Dornseifer,
BAI e.V.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass private Kredit- und Darlehensfonds wichtige Finanzierungsquellen für Unternehmen darstellen können, dass diese Form der Kreditvergabe aber auch mit erheblichen Risiken verbunden ist. Um das anhaltende Wachstum und die Stabilität der Wirtschaft zu gewährleisten, müssen die politischen Entscheidungsträger und die Regulierungsbehörden unbedingt proaktive Schritte unternehmen, um diese Risiken zu mindern.“

Wer nicht ohnehin bereits selbst einmal ChatGPT ausprobiert hat und vom Ergebnis, nicht nur in qualitativer Hinsicht, sondern auch dem atemberaubenden Tempo, in dem dort Texte erstellt werden, beeindruckt war, der darf halt jetzt staunen und muss eingestehen, dass wir mittendrin sind, im neuen Zeitalter der Künstlichen Intelligenz.

Kurzum, die differenzierte und facettenreiche Bestandsaufnahme bei ChatGPT wird dem Thema Private Debt in diesem kompakten Format durchaus gerecht: Private Debt spielt zum einen eine immer wichtigere Rolle, nicht nur bei der Finanzierung z.B. von mittelständischen Unternehmen, sondern auch bei Investoren, die ihr Portfolio diversifizieren und neue Renditemöglichkeiten erschließen wollen/müssen; zugleich ist die fulminante Rolle und Entwicklung von Private Debt mit Risiken verbunden und Aufsichtsbehörden auf der ganzen Welt nehmen den Markt und die handelnden Akteure verstärkt ins Blickfeld (Stichwort „non-bank financial intermediation“ (NBFI), bzw. der früher oftmals verwendete Begriff „shadow banking“).

Also, wie geht es weiter mit Private Debt, auch unabhängig von der Sichtweise von ChatGPT?

Zunächst darf ich an dieser Stelle für den breiten und fundierten Diskurs zu dieser Thematik auf das – leider restlos ausgebuchte – BAI Private Debt Symposium am 9. März verweisen, dem ich weder vorgreifen möchte, noch kann; denn dieser Thementag ist nicht nur hochkarätig besetzt, sondern dient nämlich gerade dazu, diesen

Diskurs rund um das Thema Private Debt aus Branchen- und Investoren-sicht zu führen. Also kann ich mich hier kurzhalten. Aber mit Blick auf das Event kann ich dennoch an dieser Stelle konstatieren, dass die Anlageklasse sowohl in der Branche, aber auch bei Investoren weiterhin auf größtes Interesse stößt, auch wenn sich derzeit viele Fundamentalparameter ändern und etwaige Auswirkungen nur schwer bzw. teilweise einschätzbar sind.

Vor allem der Zinsanstieg und Rezessionsszenarien dürften derzeit Manager und Investoren umtreiben. Wie stabil sind also die Bewertungen der Portfoliounternehmen? Können diese steigende Finanzierungskosten an Kunden weitergeben, oder drohen signifikante Zahlungsausfälle oder sogar Insolvenzen? Laufen traditionelle zinstragende Strategien nach der Zinswende Private Debt wieder den Rang ab? Fragen über Fragen und natürlich stellen sich auch die Aufsichtsbehörden diese Fragen, da diese sich vor allem auch um die Finanzmarktstabilität im gesamten NBFi-Sektor sorgen. Manager, die ein besonderes Augenmerk auf den Underwriting-Prozess, vor allem die Themen Debt Servicing und Covenants, legen, sollten gut aufgestellt sein, so dass die Anlageklasse Private Debt weiterhin viel Potential hat und seine Stärken ausspielen kann. Dennoch ist zu beobachten, dass Investoren aus den unterschiedlichsten Gründen – zumindest teilweise – wieder verstärkt auf traditionelle fixed-income Strategien setzen. Wie nachhaltig dieser Trend ist, wird sich zeigen. Diskutieren Sie also gerne mit uns auf dem Private Debt Symposium am 9. März oder auf der BAI Alternative Investor Conference (AIC) vom 24. bis 26. April, die natürlich auch einen thematischen Fokus auf Private Debt hat. Am 19. Oktober wird es zudem ein weiteres Symposium – dieses Mal zu Real Assets – geben. Hierzu informieren wir Sie zeitnah.

AIC 2023 und Pre-Event zu neuen Entwicklungen in der Fonds- und Strukturierungspraxis

Das fast finale Programm unserer Flagship-Konferenz AIC haben Sie bestimmt schon gesehen. Mit Frau Prof. Monika Schnitzer, der Vorsitzenden des Sachverständigenrates, Herrn Prof. Jörg Rocholl, dem Präsidenten des ESMT, Herrn Prof. Reiner Braun, dem Inhaber des Lehrstuhls für Entrepreneurial Finance der TUM, sowie Herrn Prof. Dirk Zetzsche, dem Inhaber des Lehrstuhls für Finanzmarktrecht und Koordinator des House of Sustainable Governance & Markets an der Universität Luxemburg, haben wir erneut ein absolut hochkarätiges wissenschaftliches Keynote-Programm. Die Themen sind brandaktuell und für Branche und Investoren und die zukünftige Portfolioausrichtung gleichsam relevant. Einen Blick in sein Portfolio wird übrigens Herr Richard Gröttheim, der CEO des wohl bekann-

testen schwedischen Pensionsfonds AP7, im Rahmen des Investorenvortrags gewähren. Ein weiteres Highlight der AIC. Und natürlich können sich auch unsere Mitglieder- und Sponsorenvorträge und die verschiedenen Paneldiskussionen sehen lassen und Sie erwartet ein abwechslungsreiches und informatives Programm, genau wie Sie es gewohnt sind und wie Sie es erwarten dürfen.

Nachdem das erstmalig im letzten Jahr angesetzte Pre-Event sehr gut angenommen wurde, setzen wir dieses Format auch in diesem Jahr fort und präsentieren hochaktuell und aus der Praxis heraus u.a. neue Fondsstrukturen rund um ELTIF 2.0, semi-liquide Fonds, Evergreen und Continuation Funds, stellen AIFMD 2.0 und EU-weite Neuerung für Kreditfonds vor und führen Sie im Rahmen eines Use-Case durch die Praxis der Nachhaltigkeitsoffenlegung für alternative Investmentfonds. Kurzum, auch der Vortrag der AIC hat es schon in sich und Sie sollten sich dieses Event nicht entgehen lassen.

Abgerundet wird die AIC natürlich am Abend des 1. Konferenztages natürlich mit einem illustren Get-together-Vortrag von Frau Prof. Ricarda Rehwaldt, Professorin für Psychologie und Expertin für das Thema Glück bei der Arbeit. Lassen Sie sich überraschen und werden noch glücklicher bei der Arbeit!

Alle Keynote-Speaker sind zudem Gäste beim Investorendinner, dem das gemeinsame Get-together im Westhafen-Pier folgt. Und wie gewohnt darf der exklusive Investorenworkshop zu Beginn des 2. Konferenztages nicht fehlen.

Wir hoffen auf einen neuen Teilnehmerrekord und freuen uns auf den Austausch mit Ihnen auf der AIC!

BAI Mitgliederversammlung am 30. März / BAI monthly / neues BAI Logo

Unsere Mitglieder haben kürzlich die Einladung zur diesjährigen Mitgliederversammlung erhalten. Es liegt nicht nur ein spannendes und erfolgreiches Verbandsjahr hinter uns, über das wir dort berichten dürfen; wir haben darüber hinaus eine ambitionierte Agenda für das laufende Jahr – und darüber hinaus – und werden diese dort ebenfalls vorstellen. Erneut findet die Mitgliederversammlung online statt und wir hoffen auf rege Beteiligung.

Einen lesenswerten Rückblick auf Verbands-, Markt- und Regulierungsaktivitäten im Jahr 2022 finden Sie übrigens auf unserer Homepage unter [BAI Jahresrückblick 2022 | Bundesverband Alternative Investment eV: Home \(bvai.de\)](#).

Zukünftig werden wir immer einen prägnanten Monatsrückblick zur Verfügung stellen mit allen wichtigen Infos rund um den Verband im abgelaufenen Monat und mit den wichtigsten Themen und Terminen des Folgemonats. So haben Sie alle wichtigen Themen und Infos auf einen Blick und wir reduzieren dadurch auch die Zahl der Einzelmailings, die unter Umständen ja auch schon einmal übersehen werden. Bitte beachten Sie natürlich auch weiterhin die einschlägigen Beiträge, Termine, usw., die wir auf unserer Mitgliederplattform tixt einstellen. Diese bauen wir weiter als zentrale Informations- und Diskussionsplattform für unsere Mitglieder aus. Übrigens, dort haben sich mittlerweile fast 700 Vertreter aus Mitgliedsunternehmen registriert und sind aktiv. Ein toller Erfolg!

Und mit Blick auf Neuerungen im Verband dürfen wir schließlich an dieser Stelle auch darauf hinweisen, dass wir nun nach unserem Jubiläumsjahr ein neues Logo inklusive neuem Slogan führen und hoffen, dass dies Ihnen ebenso gut gefällt. Diversifikation zählt natürlich auch weiterhin, aber nach 25 Jahren und einer Vielzahl von Assetklassen und -strategien, die wir auch für Investoren etabliert haben, wollen wir diesen assetklassenübergreifenden Verbandsansatz und unsere Rolle für die Branche – auch EU-weit – stärker hervorheben.

zu den Beiträgen in diesem Newsletter

Wie gewohnt präsentieren wir Ihnen auch in diesem Newsletter zum Themenschwerpunkt wieder eine Vielzahl von sehr lesenswerten Fachbeiträgen rund um das Thema Private Debt. Herzlichen Dank an alle Autoren, die an diesem Newsletter mitgewirkt haben. Und falls Sie auch einmal Interesse haben, sich im Rahmen des neuen Standpunktformats mit einem Meinungsbeitrag zu einem branchenrelevanten Thema zu positionieren, kontaktieren Sie gerne die Geschäftsstelle.

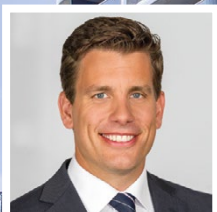
Ich wünsche Ihnen eine – wie hoffentlich immer – informative und unterhaltsame Lektüre des BAI Newsletters.

Frank Dornseifer

25. & 26. April 2023

Pre-Event zu Recht & Regulierung am 24. April 2023

Kap Europa • Frankfurt



Prof. Dr. Reiner Braun
Technische Universität München,
Inhaber des Lehrstuhls für
Entrepreneurial Finance



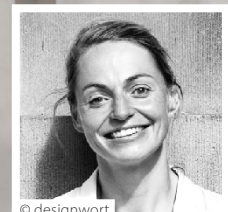
Prof. Dr. Jörg Rocholl
Präsident, ESMT Berlin



Prof. Dr. Dr. h.c. Monika Schnitzer
Universität München, Vorsitzende
des Sachverständigenrats



Prof. Dr. Dirk Zetzsche
Universität du Luxembourg,
beim Pre-Event



Get-together-Speech von Prof. Dr. Ricarda Rehwaldt
Expertin für Positive Psychologie
und Glück bei der Arbeit

Dinnersponsor 	Gold-Sponsoren 			
Lunch-Sponsoren 				
App-Sponsor 	Tages-Sponsor 	Silber-Sponsoren 		
Meeting-Lounge-Sponsoren 				
Pre-Event Sponsoren 	Get-together Sponsoren 	mit freundlicher Unterstützung von 		
Partnerverbände 		Medienpartner 		



Seit Beginn des Jahres haben wir vier neue Mitglieder gewinnen können.

Wir freuen uns, nun auch

- caplantic GmbH
- Chartered Investment Germany GmbH
- Institutional Investment Group GmbH
- RMC Risk-Management Consulting GmbH

als Mitglieder begrüßen zu dürfen.

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



Caplantic GmbH

Caplantic ist spezialisiert auf das Portfolio Management im Bereich Alternative Assets. Unsere Leistungen umfassen die Beratung bei der Strukturierung und dem Aufbau effizienter Anlagestrukturen, das laufende Anlagemanagement, das Rating und die Bewertung von Assets sowie die Auswahl und Koordination von Drittleistungen.

Caplantic verfügt über eine eigene Fonds-Plattform in Luxemburg, die Kunden als ein effizientes Investmentformat zur Verfügung gestellt werden kann.

Caplantic besitzt eine BaFin-Lizenz, die es uns ermöglicht, Anlagevermittlung, Anlageberatung und Finanzportfoliomanagement anzubieten.



Chartered Investment Germany GmbH

Chartered Investment ist ein Finanztechnologieunternehmen und führend im Bereich Financial Engineering. Das Unternehmen arbeitet als Maschinenraum für die gesamte Finanzindustrie, entwickelt und realisiert Produkte wie Verbriefungen, Indizes und tokenisierte Produkte.

Chartered Investment verfügt über mehrere innovative technologische Plattformlösungen. Dazu gehören die Verbriefungsplattform OPUS, die Indizes-Plattform LIXX und die Tokenisierungsplattform eSEC. Mit Hilfe seiner Technologien baut Chartered Investment als unabhängiger CMaaS-Anbieter (Capital Markets as a Service) tragfähige Lösungen für Banken, Versicherer, Finanzdienstleister, Asset Manager und andere professionelle Finanzmarktteilnehmer.

Chartered Investment mit Sitz in Düsseldorf wurde 2013 gegründet. Das Unternehmen ist international aktiv und hat für mehr als 100 B2B-Kunden Lösungen im Volumen von mehr als 5 Milliarden Euro realisiert. Das Unternehmen beschäftigt aktuell mehr als 35 Fachkräfte.



Institutional Investment Group

Die Institutional Investment Group (IIG) ist eine der führenden unabhängigen Investoren-Plattformen für Real Asset-Investments institutioneller Investoren in Deutschland und Europa und verwaltet mehr als 50 Mrd. Euro Real Asset-Vermögen in mehr als 25 Ländern weltweit.

Ihre Gesellschaften bieten umfassende Strukturen, Leistungen und digitale Lösungen für Fonds- und Debt-Investments sowie deren effiziente Administration und effektive Portfoliosteuerung.



RMC Risk-Management Consulting GmbH

RMC Risk-Management-Consulting GmbH ist ein Beratungsunternehmen für Kapitalanlageprozesse und ertragsorientierte Risikosteuerung.

Wir sind in allen wesentlichen Beratungsbereichen tätig: Asset-/Liability-Analysen, strategische Kapitalanlageplanung, Risikomanagement, Organisation der Kapitalanlage, Managerauswahl und IT-/Prozessberatung.

Unsere Organisationsstruktur ermöglicht es, auch umfangreiche Mandate zügig zu bearbeiten. Wir beraten unsere Kunden im Rahmen von einzelnen Projekten. Ebenso übernehmen wir die laufende Unterstützung des gesamten Kapitalanlageprozesses, so dass die vollständige Umsetzung der Planungen sichergestellt werden kann.

In der Beratung sind für uns zwei Prinzipien wesentlich: höchste Qualität und Unabhängigkeit.

Nachträglich:



Portagon GmbH

portagon ist die digitale Schnittstelle zwischen Asset Managern und Investoren des privaten Kapitalmarkts. Mit der führenden technologischen Infrastruktur und dem besten Ökosystem vernetzen wir Emittenten, Intermediäre und Investoren, um Transaktionen sicher, schnell und kosteneffizient abzuwickeln.

Über 112.000 Investitionen wurden bereits volldigital ohne Papier abgewickelt. (Stand 01/23)

Dabei ermöglichen wir es sowohl Retail- als auch semiprofessionellen Investoren, Zeichnungen über unsere Software abzubilden. Mit unserer Lösung portagon go ist sowohl die Direktansprache von Investoren als auch die volldigitale Vermittlung und Beratung durch Intermediäre möglich. Vom ELTIF über RAIF bis zum Publikums-AIF - alle gängigen Produkte können digital angelegt und gezeichnet werden.

Greenwashing durch Fondsnamen?

Anmerkungen zu ESMA's Konsultationspapier

Wenige Tage vor Erscheinen dieses Newsletters endete die Konsultationsfrist zu den „Guidelines for the use of ESG or sustainability-related terms in funds' names“, welche die europäische Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA am 18. November 2022 veröffentlicht hatte. Wengleich es sich um einen Entwurf und „nur“ um Leitlinien handelt, sind die Auswirkungen auf nachhaltige Fondsprodukte potentiell groß. Dieser Beitrag gibt einen Überblick über den Kern der Leitlinien, blickt auf alternative Lösungssätze und versucht, die Folgen abzuschätzen.

Was sehen ESMA's Leitlinien vor?

Begründung und Rechtsgrundlage

Bereits im ersten Absatz des *Execution Summary* des Konsultationspapiers (S. 4) macht ESMA klar, was der Grund für die geplanten Leitlinien ist: „In recent years, investor demand for investment funds that incorporate environmental, social and governance (ESG) factors has been growing sharply and it is expected to continue growing in the future. This increasing demand without the effective application of existing criteria for sustainability such as the EU Taxonomy, has led to concerns in ESMA. Sustainability disclosures may give rise to risk of „greenwashing“ and this is particularly relevant if funds are named as green or socially sustainable, when sufficient sustainability standards commensurate with that name have not been met.“ Die investorengetriebene Nachfrage nach ESG-Fonds ohne die effektive Anwendung von Nachhaltigkeitskriterien wie in der EU-Taxonomie hält ESMA für bedenklich, und die Offenlegung von Nachhaltigkeitsinformationen würde das Greenwashing-Risiko erhöhen, gerade bei als „grün“ oder „sozial nachhaltig“ bezeichneten Fonds, welche Nachhaltigkeitsstandards, die dieser Bezeichnung angemessen sind, nicht erfüllen.

Bemerkenswert ist des Absatzes letzter Teil, wenn die Offenlegung von Nachhaltigkeitsinformationen, welche die EU *Sustainable Finance Initiative* bekanntlich primär durch die Offenlegungsverordnung (*Sustainable Finance Disclosure Regulation – SFDR*), die Taxonomie und die NFRD/CSRD ja gerade bewerkstelligen will, als Risiko und Einfallstür für Greenwashing angesehen wird.

ESMA beruft sich für die formale Kompetenz zum Erlass der Leitlinien auf Art. 16 der ESMA-Gründungsverordnung². Leitlinien nach Art. 16 sind – wie auch Q&As nach Art. 29 – Konvergenzinstrumente, die auf



Michael Bommer
Referent Recht & Policy
BAI e.V.

eine Harmonisierung der Aufsicht in der EU abzielen, namentlich auf eine einheitliche Anwendung des Unionsrechts, eine gemeinsame Aufsichtskultur und kohärente Aufsichtspraktiken. Den Maßnahmen nach Art. 16 und 29 der ESMA-Verordnung ist gemeinsam, dass sie zunächst rechtlich unverbindlich sind. Erst wenn die nationalen Aufsichtsbehörden – in Deutschland somit die BaFin – die Maßnahme in ihre Verwaltungspraxis übernimmt, entfalten die Leitlinien bzw. Q&As eine Wirkung für die Anwendung des Aufsichtsrechts im Aufsichtsbereich der BaFin. Im Einzelfall kann für die Übernahme in das deutsche Aufsichtsrecht ein Rechtsakt erforderlich sein (z.B. die Anpassung einer deutschen Verordnung). Die Entscheidung, Maßnahmen nach Artt. 16 und 29 ESMA-Verordnung zu übernehmen, erfolgt bei Leitlinien im Rahmen des sog. *comply-or-explain-Verfahrens* als „comply“-Erklärung gegenüber ESMA. Bei Q&As entscheidet die BaFin im übrigen formlos über die Übernahme der Q&As in ihre Verwaltungspraxis; eine Übersetzung in die deutsche Sprache ist hierfür nicht erforderlich.

Die jeweilige inhaltliche Kompetenznorm für die Regelung von Vorgaben für Fondsnamen entnimmt ESMA Art. 14 Abs. 1 lit. a der OGAW-Richtlinie, Art. 12 Abs. 1 lit. a der AIFMD, bzw. Art. 4 Abs. 1 der Verordnung über den grenzüberschreitenden Fondsvertrieb, welche alle in leicht variabler Begrifflichkeit ein faires, nicht-irreführendes (Vertriebs-)Verhalten vorgeben. Der Name bzw. die Bezeichnung eines Fonds ist in den Augen von ESMA dabei ein besonders wirkmächtiges Marketingmittel. Seit 1. Januar 2023 sind Fonds aufgrund der SFDR verpflichtet, mittels verbindlicher Templates (in den Anhängen II-V der Delegierten Verordnung zur SFDR, wie ESMA auf S. 8 f. des Konsultationspapiers ausführt) bspw. in vorvertraglichen Informationen offenzulegen, wie die geförderten sozialen oder ökologischen Merkmale (bei Art.-8-Fonds) bzw. die nachhaltigen Anlageziele (bei Art.-9-Fonds) erreicht werden. Dabei ist auch offenzulegen, welcher *Anteil* der Vermögenswerte eines jeweiligen Fonds dazu verwendet wird, um die geförderten Merkmale bzw. die nachhaltigen Anlageziele zu erreichen. Eben an dieser gebotenen *quantitativen* Offenlegung setzen die ESMA-Leitlinien an.

1 Das Konsultationspapier findet sich unter folgendem Link: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-472-373_guidelines_on_funds_names.pdf.

2 VERORDNUNG (EU) Nr. 1095/2010 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/777/EG der Kommission, zu finden unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:32010R1095&from=EN>.

Greenwashing durch Fondsnamen?

Anmerkungen zu ESMA's Konsultationspapier

... 4 Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms in their names

Quantitative thresholds

16. If an investment fund has any ESG-, or impact-related words in its name, a minimum proportion of 80% of its investments should be used to meet the environmental or social characteristics or sustainable investment objectives in accordance with the binding elements of the investment strategy, which are disclosed in Annexes II and III of Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288.
17. If an investment fund has the word "sustainable" or any other term derived from the word "sustainable" it should allocate within the 80% of investments to "meet the environmental or social characteristics or sustainable investment objectives" under paragraph 16 above at least 50% of minimum proportion of sustainable investments as defined by Article 2(17) of SFDR, which is also disclosed in Annexes II and III of Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288.
18. Minimum safeguards including exclusion criteria as defined in the Benchmark Regulation Delegated Regulation (Commission Delegated Regulation (EU) 2020/1818) Article 12(1)-(2), are recommended for all investment funds using an ESG- or sustainability-related term in their name.

Further recommendations for specific type of funds

19. Funds designating an index as a reference benchmark could use ESG- and sustainability-related words in their name only if the

Inhaltlicher Kern der Leitlinien

Vom 29-seitigen Konsultationspapier machen die eigentlichen Leitlinien nur vier aus und sind in Annex III (S. 19) als „Draft Guidelines“ enthalten. Der eigentliche und materielle Kern ist noch knapper gehalten, vgl. den Auszug im grauen Kasten.

Der Vorschlag von ESMA sieht somit drei Anforderungen vor:

- Wenn ein Fonds einen ESG- oder Impact-bezogenen Begriff in seinem Namen trägt, sollte ein Mindestanteil von 80% seiner Investitionen dazu verwendet werden, die ökologischen oder sozialen Merkmale oder das nachhaltige Anlageziel des Fonds zu erfüllen.
- Wenn ein Fonds den Begriff "nachhaltig" (einschließlich aller Ableitungen) verwendet, sollte er die obengenannte 80%-Anforderung erfüllen, aber auch sicherstellen, dass sich mindestens 50% der Anlagen, die zur Erfüllung der ökologischen oder sozialen Merkmale oder des nachhaltigen Anlageziels des Fonds

guidance under paragraphs 16 and 17 are fulfilled by the fund.

20. The use of the word "impact" or "impact investing" or any other impact-related term should be used only by funds meeting the quantitative thresholds set out in paragraphs 16 and 17, and additionally whose investments under the minimum proportions mentioned in those paragraphs are made with the intention to generate positive, measurable social or environmental impact alongside a financial return.

Supervisory expectations

21. ESMA recommends that NCAs consider the abovementioned paragraphs throughout the life of the fund. Market participants could verify this information through the periodic disclosures provided in accordance with the Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288. A temporary deviation from the thresholds, if the said deviation is not due to a deliberate choice of the asset manager, should be treated as a passive breach and corrected in the best interest of the unitholders.
22. Discrepancies in the level of the quantitative thresholds which are not passive breaches may be considered by the NCA, in light of the relevant circumstances, as a risk indicator warranting further investigation. In the case of a fund that does not demonstrate sufficiently high level of investments to use ESG terms in its name and where the NCA considers that using such terms in the fund name would result in misleading investors, NCAs are invited to communicate on these issues at an early stage and cooperate effectively to find a common position.

...

verwendet werden, als "nachhaltige Anlagen" gemäß Artikel 2(17) der SFDR qualifizieren. Beim *Open Hearing* von ESMA zur Konsultation, das am 23. Januar 2023 stattfand, wurde dabei klargestellt, dass sich die 50% auf die Gesamtheit aller Investitionen beziehen und nicht „50% von 80%“ meint.

- Zusätzlich zu diesen beiden Anforderungen schlägt ESMA vor, dass ein Fonds, um den Begriff "Nachhaltigkeit" oder andere ESG-bezogene Begriffe im Fondsnamen zu verwenden, auch die Ausschlüsse für Pariser Benchmarks erfüllen muss, die in Art. 12 der Delegierten Verordnung zur Benchmark-Verordnung (Delegierte Verordnung (EU) 2020/1818 der Kommission)³ festgelegt sind (siehe dazu sogleich).

3 DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) 2020/1818 DER KOMMISSION vom 17. Juli 2020 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Mindeststandards für EU-Referenzwerte für den klimabedingten Wandel und für Paris-abgestimmte EU-Referenzwerte, zu finden unter: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R1818&from=EN>.

Greenwashing durch Fondsnamen?

Anmerkungen zu ESMA's Konsultationspapier

Diese Ausschlüsse umfassen:

- a. Unternehmen, die an Aktivitäten im Zusammenhang mit umstrittenen Waffen beteiligt sind;
- b. Unternehmen, die am Anbau und der Produktion von Tabak beteiligt sind;
- c. Unternehmen, die nach Ansicht der Referenzwert-Administratoren gegen die Grundsätze der Initiative „Global Compact“ der Vereinten Nationen (UNGC) oder die Leitsätze der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) für multinationale Unternehmen verstoßen;
- d. Unternehmen, die 1% oder mehr ihrer Einnahmen mit der Exploration, dem Abbau, der Förderung, dem Vertrieb oder der Veredelung von Stein- und Braunkohle erzielen;
- e. Unternehmen, die 10% oder mehr ihrer Einnahmen mit der Exploration, der Förderung, dem Vertrieb oder der Veredelung von Erdöl erzielen;
- f. Unternehmen, die 50% oder mehr ihrer Einnahmen mit der Exploration, der Förderung, der Herstellung oder dem Vertrieb von gasförmigen Brennstoffen erzielen;
- g. Unternehmen, die 50% oder mehr ihrer Einnahmen mit der Stromerzeugung mit einer THG-Emissionsintensität von mehr als 100 g CO₂ e/kWh erzielen.

Wie machen's andere? Ein Blick (auch) über den unionsrechtlichen Tellerrand

ESMA sieht sich beim Erlass der Leitlinien im Einklang mit internationalen Entwicklungen und beruft sich dabei u.a. auf Deutschland, Spanien und Frankreich, aber auch auf die USA und das Vereinigte Königreich. Die Schweiz verzichtet bisher auf formelle Regelungen – Aufsicht und Regierung haben ihre Erwartungshaltung allerdings konkretisiert.

Beispiel Frankreich

Die französische Finanzmarktaufsicht AMF hält in einem jüngst veröffentlichten Positionspapier⁴ fest, dass die SFDR im Gegensatz zu einem Kennzeichnungsmechanismus keine Mindestanforderungen festlegt und lediglich Offenlegungen beinhaltet, weshalb die SFDR und die derzeitige Klassifizierung in "Artikel 9" und "Artikel 8" nicht dazu beitragen, das Ausmaß zu beurteilen, inwieweit Finanzprodukte und ihre Investitionen nachhaltig sind. In dieser Hinsicht sei der Begriff der "nachhaltigen Investition" in Artikel 2(17) der SFDR sehr vage formuliert, und seine Umsetzung durch die Finanzakteure hat zu sehr unterschiedlichen Auffassungen darüber geführt, was Nachhaltigkeit ist.

Es scheint also, dass die SFDR (i) eine Kluft zwischen den begründeten Erwartungen der Investoren und der Realität der Praktiken geschaffen und (ii) dem Greenwashing Vorschub geleistet hat. Unterschiedliche Auslegungen und Rahmenwerke seien entstanden, die den Binnenmarkt fragmentieren und die Finanzierung einer nachhaltigeren europäischen Wirtschaft hindern. AMF kommt zum Schluss, dass die EU-Kommission unbedingt Mindestanforderungen an Finanzprodukte einführen sollte, um als Art. 9 oder Art. 8 der SFDR eingestuft zu werden.

Bemerkenswert an der Position von AMF ist ebenfalls, dass sie die EU-Kommission als (Mit-)Gesetzgeberin in die Pflicht nehmen will, um die Kluft zwischen dem regulatorischen Grundkonzept der Offenlegung der SFDR einerseits, dessen Marktaufnahme als eine Art *Labeling-Regime* andererseits, zu schließen. Auch die AMF scheint sich zumindest implizit die Frage zu stellen, ob ESMA als Aufsichtsbehörde die richtige Behörde ist und Guidelines von ihr das Mittel der Wahl sind.

Beispiel Schweiz

Im Schweizer Finanzmarktrecht liegen bislang keine Bestimmungen in Bezug auf die Nachhaltigkeit vor – weder auf Gesetzes- noch auf Verordnungsstufe. Wie es langjähriger Tradition entspricht, kommt der Selbstregulierung ein hoher Stellenwert zu. So definierte die "Selbstregulierung zu Transparenz und Offenlegung bei Kollektivvermögen mit Nachhaltigkeitsbezug"⁵ für die Mitglieder der *Asset Management Association Switzerland* (AMAS) erstmals verbindliche Vorgaben an die Organisation von Finanzinstituten, die Kollektivvermögen mit Nachhaltigkeitsbezug erstellen und verwalten, wie auch zur nachhaltigen Produktgestaltung und -angaben gegenüber Anlegern. Diese sollen am 30. September dieses Jahres in Kraft treten. Der Bundesrat, die Schweizer Exekutive, hat am 16. Dezember 2022 indes seine Stellungnahme zur Vermeidung von Greenwashing veröffentlicht. Demnach sollen Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen, die als nachhaltig beworben werden, zumindest an einem erklärten Nachhaltigkeitsziel ausgerichtet sein oder einen effektiven Beitrag zur Nachhaltigkeit leisten.

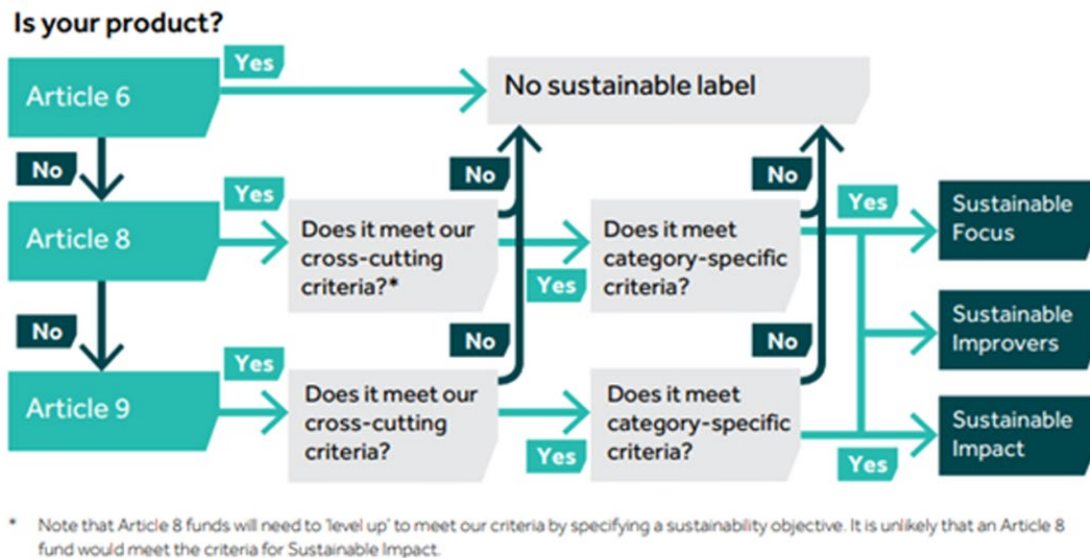
Die bloße Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien zur Risikominimierung oder zur Optimierung der finanziellen Performance dürfe nicht als "nachhaltig" bezeichnet werden. Gleichzeitig hat der Bundesrat das Finanzministerium beauftragt, mit anderen Behörden und gemeinsam mit der Wirtschaft und der Zivilgesellschaft zu identifizieren, wie die bundesrätliche Position optimal und förderlich umgesetzt werden kann.

⁴ Siehe Proposal for minimum environmental standards for financial products belonging to the Art. 9 and 8 categories of SFDR, Position paper from the AMF, unter <https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2023-02/AMF%20SFDR%20minimum%20standards%20EN.pdf>.

⁵ Zu finden unter <https://www.am-switzerland.ch/de/regulierung/selbstregulierung-standard/sustainable-finance>.

Greenwashing durch Fondsnamen?

Anmerkungen zu ESMA's Konsultationspapier



Beispiel UK – Sustainable Disclosure Regulation (SDR)

Noch vor der ESMA-Konsultation, aber lange nach der SFDR samt Delegierter Verordnung, konsultierte die britische FCA im Oktober 2022 ihr Konsultationspapier zum neuen SDR-Regime⁶. Im Rahmen dieser Konsultation richten sich die detaillierten Vorschriften (zu Kennzeichnung, Offenlegung, Namensgebung sowie Marketing und Vertrieb) ganz allgemein an Investmentfonds und die Firmen, die diese Produkte verwalten oder vertreiben. Während einige spezifische, detaillierte Anforderungen für Fonds gelten, die an Kleinanleger vermarktet oder vertrieben werden, gibt es wichtige Aspekte der Regelung, die für Fonds mit institutionellen Anlegern gelten oder anderweitig relevant sind. Einige dieser neuen Anforderungen werden nach den derzeitigen Erwartungen frühestens am 30. Juni 2024 in Kraft treten. Es soll jedoch eine allgemeine "Anti-Greenwashing"-Regel geben, die für alle beaufsichtigten Firmen gelten wird, und diese wird unmittelbar nach der Veröffentlichung der endgültigen Regeln in Kraft treten, voraussichtlich am 30. Juni 2023.

Nach den Vorstellungen der FCA wird es drei sich gegenseitig ausschließende Gütesiegel bzw. Labels geben, die drei verschiedene Arten von nachhaltigen Produkten beschreiben ("*sustainable focus*", "*sustainable improvers*" und "*sustainable impact*"). Diese Siegel bzw. Labels sind für Verbraucher gedacht, können aber auch von Unternehmen übernommen werden, die sich an professionelle Anleger wenden. Die Firmen müssen bestimmte Qualifikationskriterien erfüllen, um sie verwenden zu können, aber es ist nicht obligatorisch, dass eine Firma ein Siegel hat. Alle Produkte, die nicht gekennzeichnet werden – aus freien Stücken oder weil sie die Qualifikationskriterien nicht erfüllen – unterliegen den

neuen "Benennungs- und Vermarktungsregeln", wenn sie an Kleinanleger vermarktet werden.

Die von der FCA vorgeschlagenen Labels sollen ein Mapping mit den Kategorien der EU-SFDR ermöglichen (wie im übrigen auch mit den Vorschlägen der SEC), wie obige Graphik⁷ zeigt.

Für Verbraucher sichtbare Angaben auf Produktebene sind unabhängig davon erforderlich, ob das Produkt eines Unternehmens mit einem Gütesiegel versehen ist, und auch dann, wenn es keine nachhaltigkeitsbezogenen Merkmale aufweist.

Detaillierte Offenlegungen werden im Großen und Ganzen für institutionelle Anleger und alle Verbraucher, die weitere Informationen wünschen, vorgeschrieben und bestehen aus:

- Vorvertraglichen Angaben zu den nachhaltigkeitsbezogenen Merkmalen der Produkte;
- Einem Nachhaltigkeitsbericht für Produkte mit laufenden Informationen über die Nachhaltigkeitsleistung, einschließlich Nachhaltigkeits-KPIs und -Metriken;
- Einem Nachhaltigkeitsbericht des Unternehmens zu den Maßnahmen, die die untersuchten Unternehmen zum Management nachhaltigkeitsbezogener Risiken und Chancen einsetzen.

Während die oben genannten detaillierten Anforderungen für Vermögensverwalter und ihre Vertriebspartner gelten, wird, wie bereits erwähnt, eine neue allgemeine "Anti-Greenwashing"-Regel (die technisch in den Vorschriften für die Namensgebung und das

⁶ Sustainability Disclosure Requirements (SDR) and investment labels, Consultation Paper CP22/20***, October 2022, zu finden unter: <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp22-20.pdf>.

⁷ Die Graphik entstammt dem FCA-Konsultationspapier auf S. 83.

Greenwashing durch Fondsnamen?

Anmerkungen zu ESMA's Konsultationspapier

Marketing enthalten ist) für alle beaufsichtigten Firmen gelten, die besagt, dass alle nachhaltigkeitsbezogenen Angaben klar, fair und nicht irreführend sein müssen.

Welches sind die potentiellen Auswirkungen der ESMA-Leitlinien?

Zahl der betroffenen Fonds

Eines scheint klar: Die Auswirkungen der ESMA-Leitlinien, wenn sie denn unverändert im Vergleich zur Entwurfsfassung zur Anwendung gelangten, werden erheblich sein. Fonds, die die Anforderungen der Leitlinien nicht erfüllen, müssen entweder ihren Namen ändern, oder ihre Anlagestrategie anpassen.

ESMA geht selbst von folgender quantitativer Betroffenheit aus: Auf der Grundlage von Daten von Juli 2022 verwenden schätzungsweise 14% der in der EU domizilierten Fonds, d. h. 4.192 von insgesamt 29.701 Fonds, mindestens ein ESG-bezogenes Wort in ihrem Namen. Die Namen der Fonds wurden auf ESG-Wörter und -Phrasen untersucht, die sowohl Ableitungen des Wortes "sustain", wie z. B. "sustainability", "sustainable" usw., als auch andere ESG-bezogene Wörter mit Bezug zu Umwelt (z. B. "climate change") oder Soziales (z. B. "Bildung") enthalten – Begriffe mit Governance-Bezug sind relativ selten.

Unter diesen 4.192 Fonds, die mindestens ein ESG-bezogenes Wort enthalten, sind die relativen Anteile je nach SFDR-Offenlegungstyp laut ESMA wie folgt:

- Artikel 6 SFDR: 13% (534 Fonds)
- Artikel 8 SFDR: 65% (2.730 Fonds)
- Artikel 9 SFDR: 22% (928 Fonds).

Es ist laut ESMA davon auszugehen, dass die 534 Fonds, die gemäß Artikel 6 SFDR offenlegen, besonders von den Leitlinien zu den Fondsnamen betroffen sein könnten, da sie weder ökologische oder soziale Merkmale fördern noch ein nachhaltiges Ziel verfolgen (oder, falls doch, sollten sie stattdessen entweder gemäß Artikel 8 oder Artikel 9 SFDR offenlegen). Jeder der 2.730 bzw. 928 Fonds, die nach Artikel 8 bzw. 9 der SFDR offenlegen, wäre betroffen, wenn der Mindestanteil ihres Vermögens nicht den vorgeschlagenen Schwellenwerten entspricht.⁸

Eine vorläufige Analyse von Morningstar zu den vorgeschlagenen ESMA-Leitlinien zeigt, dass nur 18% der bestehenden Art.-8-Fonds, die

das Wort "nachhaltig" in ihrem Namen verwenden, die Kriterien der Leitlinien erfüllen würden (während 80% der Art.-9-Fonds die Kriterien erfüllen)⁹. Dies bedeutet, dass die betroffenen Fonds wahrscheinlich ihren Namen ändern müssten, ihre Strategien verbessern müssten oder vielleicht zu einer anderen Methodik für die Berechnung des Exposures in nachhaltigen Anlagen wechseln müssten.

Einige grundsätzliche Anmerkungen zu den Leitlinien

Noch liegen die ESMA-Leitlinien erst im Entwurf vor, und möglicherweise erfahren sie in ihrer finalen Ausgestaltung noch Änderungen. Die Auswirkungen der Leitlinien in ihrer Entwurfsfassung werden jedenfalls erheblich sein, das zeigen schon vorstehende Zahlenbeispiele. Ob die Leitlinien indes auch ihr Ziel, der Bekämpfung von Greenwashing zu dienen, zu erreichen vermögen, steht auf einem anderen Blatt Papier, und unbeabsichtigte Kollateralschäden für andere Ziele der Nachhaltigkeitsregulierung sind alles andere als unwahrscheinlich.

Bedeutung des Fondsnamens unbesehen vom Anlegertyp?

ESMA stellt recht apodiktisch fest, dass Fondsnamen ein bedeutendes Marketingtool und daher besonders anfällig für Greenwashing-Praktiken seien. Dahinter darf mit Fug zumindest ein Fragezeichen gesetzt werden. ESMA und mit ihr die anderen ESAs EIOPA und EBA scheinen sich selbst nicht sicher, was Greenwashing überhaupt ist und in welchen Erscheinungsformen es auftritt (siehe nur den *Call for Evidence on Greenwashing*¹⁰). Gerade im Fondsvertrieb an institutionelle Investoren, welche die Fondslandschaft bspw. im Alternativen-Investment-Bereich prägen, spielt der Fondsname für eine Investitionsentscheidung eine höchstens untergeordnete Rolle, wenn überhaupt: Auf beiden Seiten sitzen Profis, und ein Investor lässt sich nicht nur hinsichtlich der Kapitalanlage, sondern auch rechtlich und steuerlich regelmäßig beraten, ehe er ein Ticket zeichnet. Der Zusammenhang zwischen dem Fondsnamen als Marketinginstrument und der Anlageentscheidung scheint selbst bei Kleinanlegern nicht so apodiktisch und eindeutig zu sein, wie oft dargestellt wird. Forscher der FCA fanden beispielsweise im Rahmen einer Verhaltensforschung (explorative Analyse, Online-Experimente und qualitative Forschung) heraus, dass ESG-Fondsbilder, Fondsbeschreibungen und Fondsstrategien keine statistisch signifikante Auswirkung darauf haben, wie die Teilnehmer investieren. Es scheint nicht wahrscheinlicher zu sein, dass die Teilnehmer Fonds auswählen, wenn das Factsheet ein ESG-Attribut enthält,

⁸ Die Zahlen entstammen S. 14 f. des ESMA-Konsultationspapiers.

⁹ Vgl. dazu Hortense Bioy von Morningstar unter <https://www.linkedin.com/feed/update/activity:699942629161555584/> mit weiteren Links.

¹⁰ Siehe <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/esas-call-evidence-greenwashing>.

Greenwashing durch Fondsnamen?

Anmerkungen zu ESMA's Konsultationspapier

als wenn es neutral ist. Sie fanden jedoch heraus, dass Medaillen einen signifikanten Einfluss auf die Investitionsentscheidungen der Teilnehmer in ihrem Analyse-Setup haben.¹¹ Medaillen können wohl einen ähnlichen Einfluss auf eine Anlageentscheidung haben wie Labels. Die Bedeutung von Fondsnamen wird dementsprechend wahrscheinlich überschätzt; jedenfalls ist das Überstülpen der Guidelines unbesehen der Qualifikation von Investoren auf Retail- und institutionelle Investoren nicht zielführend, der entsprechende Ansatz der FCA erscheint passgenauer.

To label or not to label?

Wiederholt haben EU-Kommission und ESMA betont, dass die SFDR kein *Labelling-Regime* darstelle, und dass die Kategorisierung oder Klassifizierung von Fonds in Art. 6, 8 oder 9 kein Etikett oder Label darstelle (oder eben eine Medaille, vgl. die obigen Ergebnisse der Verhaltensforschung der FCA). ESMA sprach anlässlich des Open Hearing diesbezüglich sogar schon von „*misreception*“ der SFDR durch die Industrie und will diese „Fehlwahrnehmung“ mit dem Erlass der Leitlinien minimieren. Dies steht offensichtlich im Gegensatz zur Praxis der Branche in den letzten Jahren.

Die Einschätzung der europäischen Behörden ist ein Teil der Wahrheit, aber eine mögliche "Fehlkonstruktion" oder eben „*misconception*“ ist vielleicht ein anderer Teil derselben Wahrheit. Es entspricht offensichtlich einem Bedürfnis von Fondsanbietern und Anlegern, also der ganzen Industrie, eine Art von Kennzeichnung zur Verfügung zu haben, denn Kennzeichnungen haben auch den Charme von Einfachheit und Klarheit, wie in anderen Bereichen der Wirtschaft und des Lebens auch. Die Überlegungen der FCA im Vereinigten Königreich und die geplante Einführung von *sustainable labels*, aber auch in der EU selbst (man denke nur an die Übertragung des EU Ecolabels auf Finanzprodukte) und in den EU-Mitgliedstaaten gehen in eine ähnliche Richtung. So arbeitet beispielsweise auch der Nachhaltigkeitsbeirat der Bundesregierung an einer Art "Ampelsystem" für Finanzprodukte. Obwohl sich die SFDR "nur" mit der Offenlegung befasst, hat sie sich faktisch zu einem Kennzeichnungssystem entwickelt, das als solches natürlich nicht wirklich funktioniert. Angesichts des breiten Spektrums an Strategien und (ESG-)Ansätzen, die unter Art. 8 SFDR fallen können, hat dies zu einem Ansturm von Asset Managern geführt, die ihre Fonds als Art.-8-Produkt klassifizieren, oft zusätzlich angetrieben durch Forderungen der Investoren nach nachhaltigen Produkten. Als Folge der Verabschiedung der von ESMA vorgeschlagenen Leitlinien wäre es für die Unternehmen jedoch viel schwieriger, Fonds in die Art.-8-Kategorie einzuordnen, und soweit ersichtlich, wird es auch keinen Vorteil haben, ein Art.-8-Fonds zu sein, ohne (potenziellen) Anlegern dies via Fondsnamen auch kundtun zu können.

Sinnvoller wäre es wohl, die SFDR auch zu einem Labelsystem weiterzuentwickeln, indem Kriterien für die Artikel 6, 8 und 9 auf Level I, also auf Verordnungsstufe festgelegt werden. Dies wäre der angemessene und ehrlichere Weg als die Verschärfung der SFDR-Regelung durch Q&As, aufsichtliche und klarstellende Erklärungen oder die vorgeschlagenen Leitlinien. Das Argument, die Änderung oder Anpassung einer EU-Verordnung sei ein zu langwieriger Prozess, erscheint nicht wirklich stichhaltig – besser spät als nie, und besser ein kohärentes Regelwerk zu einem späteren Zeitpunkt als Flickwerk und die Ausbesserung ursprünglicher Lücken durch die Hintertür. Auch hier sollte man sich nicht zu schade sein, einen Blick über den Ärmelkanal zu werfen, und die von der FCA vorgeschlagenen Labels eingehend zu studieren.

Reicht ESMA's Kompetenz für den Erlass solcher Leitlinien wirklich aus?

Die Leitlinienentwürfe bauen auf den übergeordneten und prinzipienbasierten Beobachtungen auf, die ESMA in ihrem am 31. Mai 2022 veröffentlichten *Supervisory Briefing* gemacht hat. Die Leitlinienentwürfe folgen auch zusätzlicher *Guidance* in Form einer Reihe von Fragen und Antworten zu den technischen Regulierungsstandards der EU SFDR, die am 17. November 2022 von den Europäischen Aufsichtsbehörden (ESAs) veröffentlicht wurden.

Vor dem Hintergrund der anhaltenden Unsicherheit in Bezug auf die SFDR und die Taxonomie unterstreicht die Veröffentlichung des Leitlinienentwurfs die Tatsache, dass sich die Erwartungen der ESAs weiterhin schnell entwickeln – und gibt vielleicht Anlass zu Bedenken, ob ESMA ihre Befugnisse und Aufgaben überschreitet, wenn sie versucht, Regeln aufzustellen, wo die Nachhaltigkeitsgesetzgebung des Europäischen Parlaments und des Rates dies offensichtlich nicht getan hat. Wenn ESMA faktisch derart massive quantitative Anforderungen (auch) an Art.-8-Fonds stellt, die so in der SFDR selbst nicht vorgesehen sind, ist ein Fragezeichen zur Erlasskompetenz der Leitlinien zumindest erlaubt. Diese Sichtweise scheint auch die französische AMF zu teilen, wenn sie in ihrem obengenannten *Position Paper* an die EU-Kommission appelliert, Mindestanforderungen für Art.-8- und Art.-8-Fonds einzuführen.

Begrifflichkeiten wie Greenwashing & Sustainability

Weder ist aktuell wirklich klar, geschweige denn einheitlich definiert, was Greenwashing ist – Definitionsansätze gibt es in der Taxonomie (Erwägungsgrund 11), der Delegierten Verordnung zur SFDR (Erwägungsgrund 16), der Delegierten Verordnung zu MiFID II (Erwägungsgrund 7) sowie bspw. auch in den Q&A der EU-Kommission zur SFDR von Juli 2021 (Seite 7)¹², noch präzisiert, was eine „nachhaltige Investition“ über die recht weite Legaldefinition von Art.

11 Vgl. dazu <https://www.fca.org.uk/insight/sustainable-investing-objective-gradings-greenwashing-and-consumer-choice>.

12 Lesenswert insofern Zukas/Trafkowski, Sustainable Finance: The Regulatory Concept of Greenwashing under EU Law, EuZ 2/2022, C1 ff.

Greenwashing durch Fondsnamen?

Anmerkungen zu ESMA's Konsultationspapier

2 Abs. 17 SFDR hinaus tatsächlich darstellt. Offenkundig tun sich auch die EU-Kommission und die ESAs damit schwer, wie der vorstehend angeführte *Call for Evidence on Greenwashing* und die entsprechenden Fragen an die EU-Kommission¹³ deutlich machen. Greenwashing ist eine irgendwie geartete Abweichung des Ists vom Soll, der Verpackung vom Inhalt – aber weder der Maßstab, noch das Maß an sich sind wirklich klar.

Konterkarierung der Ziele der Sustainable Finance Initiative durch die Leitlinien?

Die Förderung von Transparenz und Langfristigkeit ist eines der übergeordneten Ziele der Regulierung der EU im Bereich *Sustainable Finance* – und soll erreicht werden durch u.a. die SFDR, die Taxonomie und die NFRD/CSRD. Die Umlenkung der Kapitalströme zu mehr nachhaltigen Investitionen ist ein anderes dieser übergeordneten Ziele. Es ist zumindest die Frage aufzuwerfen, ob ESMA's Leitlinien in Teilen dieses letztere Ziel nicht untergraben: Die Betroffenheit gerade von Art.-8-Fonds wird massiv sein, und viele Impact-Fonds, bspw. solche mit sozialer Nachhaltigkeit als Anlagestrategie, sind aktuell nach Art. 8 SFDR qualifiziert. Ihnen wird diese Qualifikation künftig angesichts der von ESMA vorgelegten Anforderungen schwerfallen. Offen ist auch noch die Frage, wie bspw. *Transition Funds* und generell die Transformation der Wirtschaft behandelt bzw. bezeichnet werden sollen – in diesen Bereichen liegt aber wohl das größte Potential für eine nachhaltige(re) Entwicklung.

ESMA's „Empfehlung“ von Minimum safeguards

Die empfohlenen *minimum safeguards* sind recht weit gefasst, und die entsprechenden prozentualen Schwellenwerte (z. B. in Bezug auf Tätigkeiten im Zusammenhang mit Steinkohle und Braunkohle) sind relativ niedrig. Darüber hinaus wird durch den Verweis auf Unternehmen, die gegen die UNGC- oder OECD-Leitlinien für multinationale Unternehmen verstoßen, die ohnehin schon komplexe Bewertung, die ein Fondsmanager vornehmen muss, sowie die von ihm durchzuführende Due-Diligence-Prüfung und Verifizierung noch komplexer. Durch den ausdrücklichen Verweis auf diese Ausschlüsse und die "Empfehlung" ihrer Aufnahme als Mindestelement für Fonds, die ESG- oder nachhaltigkeitsbezogene Begriffe in ihrem Namen verwenden – zusätzlich zu den anderen oben erörterten Anforderungen – kann man argumentieren, dass effektiv eine zusätzliche Ebene von Anforderungen geschaffen wird, die über die in der EU-SFDR und der EU-Taxonomie-Verordnung festgelegten hinausgeht. Auch referieren die *minimum*

safeguards ausschließlich auf die PAB-Ausschlüsse, entstammen damit dem Umwelt- bzw. Klimabereich. Damit stehen sie schief etwa zu nachhaltigen Fonds mit Fokus auf dem sozialen Bereich.

Zum Schluss

So vermeintlich wohltuend kurz der Entwurf der ESMA-Leitlinien ausfällt, und so vermeintlich attraktiv der Charme der Klarheit der quantitativen Schwellenwerte in den Leitlinien ist, so komplex und potentiell gravierend für zahlreiche Fonds erscheinen die Auswirkungen der Leitlinien bei näherer Betrachtung. Es bleibt zu hoffen, dass ESMA den möglichen Anwendungsbereich der Leitlinien (zeitlich wie sachlich) nochmals gründlich überdenkt. Wünschenswert wäre das Abwarten weiterer bereits angekündigter regulatorischer Entwicklungen: Die weitere Klärung von Begrifflichkeiten nach SFDR und Taxonomie, aber auch des Phänomens des Greenwashing, den Review der SFDR, aber auch die Berücksichtigung der rasanten Entwicklung des nachhaltigen Fondsmarktes. Die Fondsbranche hatte bisher kaum Zeit, die vielen neuen Regeln im Bereich der nachhaltigen Kapitalanlage zu verdauen und in der Praxis zu erproben – die Taxonomie als Herzstück ist unfertig, die Level-II-Maßnahmen der SFDR gerade einmal seit Jahresanfang 2023 und damit mit einem Jahr Verspätung in Kraft – Verzögerungen, die angesichts der Komplexität der Materie verständlich sind, aber auch auf das Konto des Gesetzgebers gehen. Ehe nun nochmals neue Guidelines erlassen werden, wäre es angezeigt, das bestehende Regelwerk erst einmal zu konsolidieren und dessen Wirken noch etwas abzuwarten. Die zahlreichen Umstufungen – zumeist Abstufungen – von Fonds in jeweils andere Kategorien nach der SFDR zeigt bestens, dass das Bewusstsein für mögliches Greenwashing ausgeprägt ist und Fondsanbieter durchaus vorsichtig agieren.

Kontakt und Autor:

Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI)

Michael Bommer

Rechtsanwalt (CH)

Referent Recht & Policy

Tel.: +49 228 96987-51

E-Mail: bommer@bvai.de

¹³ Vgl. List of additional SFDR queries requiring the interpretation of Union law der ESAs an die EU-Kommission, JC 2022 47, vom 9. September 2023, unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2022_47_-_union_law_interpretation_questions_under_sfdr.pdf.

Gastkommentar: Neue Chancen für Private Equity

Das Jahr 2022 war für Investoren kein leichtes. Es hat die Märkte heftig bewegt, war geprägt von geopolitischer Unsicherheit und hat die wirtschaftlichen Bedingungen in kaum vorhersehbarer Weise beeinflusst. Doch in der entstandenen Volatilität liegen auch Chancen, und nur wenige sind besser positioniert, diese Chance zu nutzen, als Private-Equity-Investoren.

Aus meiner Sicht dürfte das neue Marktumfeld zu einer verstärkten Transaktionstätigkeit führen: Viele Unternehmen in fragmentierten Branchen – wie beispielsweise der Gesundheitssektor – konzentrieren sich wieder zunehmend auf ihr Kerngeschäft und stellen Randbereiche ihrer Geschäftstätigkeit zum Verkauf an Private-Equity-Investoren. Die aktuell gestiegenen Fremdkapitalkosten können die Transaktionsaktivität zwar kurzfristig bremsen, die Nachfrage nach strategischem Kapital wird dennoch steigen. Diese Entwicklung bietet Chancen für Investoren mit verfügbarem Kapital und erfahrenen Teams, die proaktive und sich bietende Gelegenheiten nutzende Co-Investment-Strategien verfolgen.

Anlegern ist zu raten, sich auf den Aufbau möglichst rezessionsresistenter Portfolios zu fokussieren. Dabei gilt es, sich auf führende Unternehmen zu konzentrieren, die wichtige essenzielle Dienstleistungen und Produkte anbieten, auf die nur sehr schwer verzichtet werden kann, mit etablierten Verkaufskanälen und vorhersehbarem Cashflow. Dazu können geschäftskritische Unternehmenssoftware oder Firmen in eher defensiven Sektoren wie dem Gesundheitswesen und Basiskonsumgütern gehören. Ich bin auch der Auffassung, dass Sektoren mit starkem Rückenwind, wie Cybersicherheit, gut positioniert sind, um langfristig zu profitieren.

Darüber hinaus erwarte ich, dass das Inflationsbekämpfungsgesetz (IRA) in den USA Investitionen in neue Technologien wie Wasserstoff und Kohlenstoffabscheidung ankurbeln wird und die Bereitschaft erhöht, Fremdkapital in den Verkehrssektor zu investieren. Häufiger dürften auch öffentlich-private Partnerschaften eingegangen und Genehmigungen für große Infrastrukturprojekte, wie den Ausbau von Übertragungsnetzen, beschleunigt werden.

Ähnlich ist auch in Europa von steigender Nachfrage nach einer umweltfreundlicheren und widerstandsfähigeren Infrastruktur auszugehen. Europa drängt darauf, die Stromerzeugung zu dekarbonisieren, Kraftfahrzeuge zu elektrifizieren und seine Energieabhängigkeit zu vermindern, indem es von importierten fossilen Brennstoffen auf erneuerbare Energien und Stromspeicherung umsteigt.



Harald Klug

Leiter des Geschäfts mit institutionellen Kunden in Deutschland und Österreich, BlackRock

Wenn es um die Abhängigkeit der digitalen Kommunikation geht, befindet sich Europa hinsichtlich der Belastbarkeit seiner Infrastruktur an einem Wendepunkt. Aber Europa steht im Jahr 2023 auch im Mittelpunkt einer möglichen globalen Konjunkturabschwächung, die viele der genannten Trends auf die Probe stellen dürfte oder eine Gelegenheit eröffnet, neue Technologien und Geschäftsmodelle zu entwickeln.

Auch wenn das noch junge Jahr wieder einige Turbulenzen mit sich bringen könnte, bin ich zuversichtlich, dass Private Equity als Anlageklasse gleichwohl Chancen für Investoren bieten dürfte. Untersuchungen haben gezeigt, dass Private-Equity-finanzierte Unternehmen in Krisenzeiten widerstandsfähiger sind, da sie einen besseren Zugang zu externen Finanzmitteln haben. Neben der höheren Belastbarkeit ihrer Kapitalstruktur profitieren sie vom direkten Zugang zu ihren Fondsmanagern, die nicht nur über ein umfassendes Instrumentarium zur Wertschöpfung verfügen, sondern mit ihren tiefgehenden Branchenkenntnissen einen Mehrwert und Informationsvorteile bieten können.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass sehr selektive Investoren mit Geduld und umfassenden Marktkenntnissen in den nächsten zwölf bis 18 Monaten belohnt werden dürften, da sich aufgrund der sich Marktdynamik Chancen ergeben.

Kontakt und Autor:

BlackRock

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

Harald Klug

Managing Director

Leiter des Geschäfts mit institutionellen Kunden in Deutschland und Österreich bei BlackRock

Telefon: +49 (89) 427295834

Nachhaltig hohe Kreditqualität und überdurchschnittliche Renditen für Akquisitionsfinanzierungen im Lower Mid Market in Europa

Der Lower Mid Market in Europa umfasst Akquisitionsfinanzierungen mit einem Volumen von €15-100 Mio. und zeichnet sich durch konservative Finanzierungsstrukturen mit stabilem Risiko/Rendite-Profil aus. Die strukturellen Besonderheiten des Segments differenzieren es klar vom breiteren Mid Market sowie dem Markt für syndizierte Kredite.

Private Debt hat sich als eine attraktive Assetklasse in den letzten 15 Jahren in Kontinentaleuropa etabliert. Besonders im Bereich der Akquisitionsfinanzierungen durch Finanzinvestoren, die lange Zeit in Deutschland von Banken und dem Kapitalmarkt dominiert waren, haben sich Private Debt Funds einen dauerhaften Platz im Markt gesichert. Der Lower Mid Market, also Finanzierungsvolumina von €15-100 Mio., ist dabei das aktivste und attraktivste Segment.

Banken sehen sich seit Jahren zunehmend höheren regulatorischen Hürden für Akquisitionsfinanzierungen in diesem Marktsegment ausgesetzt, die insbesondere in den Regelungen von Basel II und Basel III ihren Ursprung haben. Derartige Finanzierungen erfordern zunehmend mehr Eigenkapitalunterlegung. Die Bewertung der Kreditrisiken erfordert komplexe und betreuungsintensive Rating-Systeme, was nur für wenige Häuser effizient ist. Die Anzahl der Banken, die das Leveraged Finance-Geschäft einstellen, nimmt daher weiter zu. Spezialisierte Asset Manager haben dieses Marktsegment geschickt besetzt, und ihre lokalen Investment Teams zielgerichtet aufgebaut.

Relevanz von Private Debt in der Akquisitionsfinanzierung

Die Marktposition der Private Debt Funds lässt sich aufgrund limitierter öffentlicher Daten privater Transaktionen nur begrenzt bestimmen. Die wohl verlässlichste Datenreihe für Akquisitionsfinanzierungen in Europa erhebt Houlihan Lokey mit seinem MidCapMonitor seit 2012. Die Anzahl der erfassten Finanzierungen in Europa ist danach stetig gestiegen auf über 100 im Jahr 2016 und knapp unter 250 im Jahr 2019. Die volatilen, durch die Unsicherheit der COVID-Pandemie geprägten Jahre 2020 und 2021, zeigten die Notwendigkeit alternativer Finanzierungsquellen, speziell in Form von Private Debt. So erhöhte sich die Anzahl der Transaktionen leicht auf 260 im Jahr 2020 und auf über 480 im Jahr 2021. Gleichzeitig stieg der Anteil von Private Debt Lösungen im Vergleich zu Banken an Akquisitionsfinanzierungen von unter 50% auf über 60% nach den Daten des MidCap-Monitor. Private Debt Funds haben damit Kapital auch in volatilen



Dr. Klaus Petersen
Gründungspartner,
Apera Asset Management

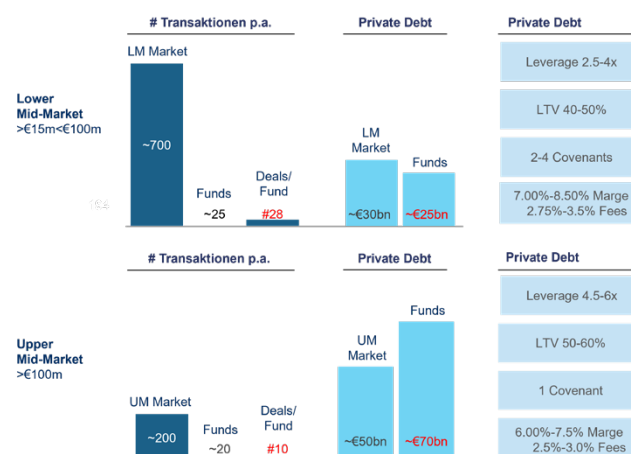


Benjamin Schall
Partner,
Apera Asset Management

Zeiten zur Verfügung gestellt. Für das wirtschaftlich und politisch herausfordernde Gesamtjahr 2022, das durch den Ukraine-Krieg, Inflation, Wechsel von negativen zu positiven Basiszinsen in den USA und Europa geprägt ist, liegen noch keine finalen Zahlen vor. Auf Basis des MidCapMonitors für Q3/2023 beläuft sich die Anzahl der Transaktionen in den letzten vier Quartalen (Q3/21- Q3/22) jedoch bereits auf über 500. (Quelle: Houlihan Lokey MidCapMonitor 3Q22)

Abgrenzung des Mid Markets

Attraktivere Investment-Möglichkeiten im Lower Mid Market



Quelle: Apera Markteinschätzung

Wir folgen einer marktüblichen Aufteilung des Mid Markets in zwei Kernsegmente: (1) dem Lower Mid Market mit einer Transaktionsgröße von ca. €15-100 Mio. sowie (2) dem Upper Mid Market mit einer Transaktionsgröße von ca. €100-500 Mio.

Nachhaltig hohe Kreditqualität und überdurchschnittliche Renditen für Akquisitionsfinanzierungen im Lower Mid Market in Europa

Lower Mid Market

Der Lower Mid Market mit Kreditvolumina von €15-100 Mio. bietet aus unserer Sicht die deutlich attraktiveren Investment-Möglichkeiten der beiden Marktsegmente. Nach unserer Einschätzung und Analyse basierend auf Daten von Invest-Europe ([Investing in Europe: Private Equity activity 2021](#)) gibt es im Lower Mid Market ca. 700 Transaktionen pro Jahr mit ca. 25 Private Debt Funds, die in dem Segment aktiv sind. Dadurch ergeben sich ca. 28 Transaktionsopportunitäten pro Private Debt Fund im Jahr, aus denen die Funds die besten Möglichkeiten wählen können. Die im Lower Mid Market aktiven Funds haben nach unserer Einschätzung ca. €25 Mrd. investierbares Kapital aufgelegt, dem ein jährliches Transaktionsvolumen von ca. €30 Mrd. gegenübersteht. Der jährliche Kapitalbedarf kann daher nicht durch das derzeit von Private Debt Funds verfügbare Kapital gedeckt werden. Die Banken, die ursprünglich allein diesen Markt bedienten, limitieren ihre Aktivitäten seit längerem und einige der großen Marktteilnehmer – so kürzlich z.B. die BayernLB – haben sich bereits komplett aus dem Bereich der Akquisitionsfinanzierungen für Finanzinvestoren zurückgezogen. Auf der Kapitalangebotsseite ist der Lower Mid Market damit dadurch gekennzeichnet, dass die Banken als größter Kapitalgeber ihr Engagement reduzieren und Private Debt Funds diese Lücke nicht schließen können. Kapitalmarkt-Transaktionen sind aufgrund der Größe zu komplex und spielen daher keine Rolle im Lower Mid Market.

Für die Struktur der Finanzierungen ist das Angebot der Banken maßgeblich, da sie den Markt über Jahrzehnte geprägt haben. Bankfinanzierungen im Lower Mid Market sind konservativ und beinhalten üblicherweise amortisierende Darlehen mit niedrigem Verschuldungsgrad, niedrigem Loan to Value (Darlehenswert im Vergleich zum Unternehmenswert auch „LTV“ genannt) und eng gesetzten Financial Covenants. Das Wettbewerbsprodukt der Private Debts Funds hat daher ähnliche Charakteristika: (i) niedriger Verschuldungsgrad zwischen 2,5x – 4,0x EBITDA, (ii) niedriger LTV von 40-50%, (iii) effektive Covenants mit enger Kreditdokumentationen, z.B. mit Blick auf EBITDA-Anpassungen. Interessanterweise führt dieses konservative Risikoniveau gleichzeitig zu attraktiven Renditen für Private Debt Investoren, nach unserer Einschätzung mit Margen von 7,0%-8,5%, und Underwriting Fees von 2,75-3,5%.

Upper Mid Market

Der Upper Mid Market zeigt eine deutlich andere Wettbewerbsdynamik: Fast alle im Bereich der Akquisitionsfinanzierungen für Finanzinvestoren aktiven Banken fokussieren sich auf dieses Segment, genauso wie die großen Private Debt Asset Manager. Mit Finanzierungsvolumina von über €100 Mio. pro Transaktion eignet sich der Upper Mid Market, große Volumina anzulegen. Nach unserer

Einschätzung und Analyse basierend auf Daten von Invest-Europe ([Investing in Europe: Private Equity activity 2021](#)) gibt es im Upper Mid Market ca. 200 Transaktionen pro Jahr. Bei ca. 20 aktiven Private Debt Funds im Segment ergeben sich daraus ca. 10 Transaktionen pro Jahr und Fund. Die Private Debt Funds müssen sich mit einem kleinen Pool von Transaktionen mit geringen Auswahlmöglichkeiten begnügen. Entscheidend ist zudem, dass dem jährlichen Kapitalbedarf für Finanzierungen in diesem Markt von ca. €50 Mrd. verfügbares Kapital schon allein auf Seite der Private Debt Funds von €70 Mrd. gegenübersteht. Das Angebot der Private Debt Funds übersteigt also bereits die jährliche Nachfrage. Für Banken bringt der Markt insbesondere wegen der Größe der Finanzierungen attraktive Erträge aus Syndizierungen und Kapitalmarkttransaktionen, weshalb sie sich ebenfalls auf dieses Marktsegment fokussieren. Insgesamt ist der Upper Mid Market grundsätzlich durch einen Kapitalangebotsüberhang im Vergleich zur jährlichen Nachfrage nach Finanzierungen geprägt.

Maßgeblich für die Finanzierungsstrukturen sind im Upper Mid Market ebenfalls die Angebote der Banken auf der liquiden Darlehensseite sowie dem Kapitalmarkt in Form von High Yield Bonds, die teilweise in Abhängigkeit von der Größe der Finanzierungen eine Rolle spielen. Banken bieten in diesem Segment Darlehensfinanzierungen teilweise ohne Financial Covenants an, die nicht in der Laufzeit amortisiert werden müssen und sich durch einen hohen Verschuldungsgrad und hohen LTV auszeichnen. Finanzierungen von Debt Funds stehen im Wettbewerb hierzu und weisen ebenfalls einen Verschuldungsgrad von 4,5x-6,0x EBITDA, hohen LTV von 50-60% auf. Sie sind mit – wenn überhaupt – einem Financial Covenant für den Nettoverschuldungsgrad versehen. Nach unserer Einschätzung liegen die Margen der Private Debt Finanzierungen im Upper Mid Market zwischen 600bps-750bps und die Underwriting Fees zwischen 2,5% und 3,0%.

Nachhaltig höhere Renditen bei niedrigerem Risiko im Lower Mid Market

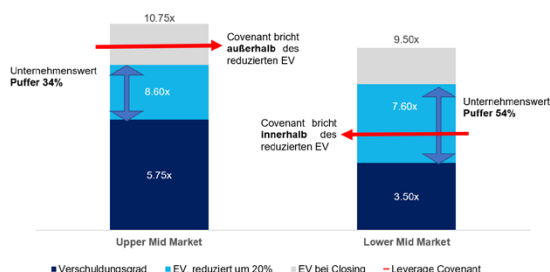
Im Lower Mid Market lassen sich nach unserer Einschätzung im Vergleich zum Upper Mid Market um 1-2% höhere Renditen bei gleichzeitig niedrigeren Verschuldungsgraden und niedrigeren LTVs erzielen. Zur vollständigen Bewertung des Risikoprofils ist aber ein Blick auf Kreditausfälle und Ergebnisse aus Verwertungssituationen notwendig. Leider gibt es aus Europa keine brauchbaren Daten und Zeitreihen, die einen belastbaren Vergleich zwischen großen und kleinen Unternehmen ermöglichen. Erhebungen aus dem US-Markt, die unserer Unterscheidung zwischen dem Upper und Lower Mid Market ziemlich exakt folgen, zeigen allerdings für den Lower Mid Market geringere Ausfallraten und höhere Recovery-Werte bei einer Verwertung im Vergleich zum Upper Mid Market. Die allgemeine

Nachhaltig hohe Kreditqualität und überdurchschnittliche Renditen für Akquisitionsfinanzierungen im Lower Mid Market in Europa

Wahrnehmung, dass große Unternehmen grundsätzlich stabiler und resoluter in Krisenzeiten sind, scheint sich also nicht zu bewahrheiten.

Der Grund für das bessere Abschneiden der Lower Mid Market Transaktionen liegt unserer Meinung nach in den unterschiedlichen Finanzierungsstrukturen und der Wirkungsweise des Covenants für den Nettoverschuldungsgrad (sogenannter Leverage Covenant). Üblicherweise soll der Leverage Covenant so gesetzt sein, dass er gerissen wird, bevor der Verschuldungsgrad den Unternehmenswert überschreitet. Ist der Unternehmenswert noch höher als der Verschuldungsgrad, macht es für den Eigenkapital-Investor ökonomisch Sinn, das Unternehmen ggfs. auch mit weiterem Eigenkapital zu unterstützen, um es aus der Krise zu managen. Der höhere Unternehmenswert im Vergleich zum Darlehenswert bedeutet für den Fremdkapitalgeber zudem, dass die Erlöse bei einer Verwertung des Unternehmens den Darlehenswert höchstwahrscheinlich decken. Übersteigt aber die Verschuldung den Unternehmenswert, ist das nicht mehr sichergestellt. Ein Verlust für die Fremdkapitalinvestoren ist dann nicht mehr auszuschließen. Die nachstehende Grafik vergleicht eine typische Finanzierungsstruktur im Upper Mid Market mit dem Lower Mid Market.

Effizienter Schutz durch Covenants im Lower Mid-Market



Nach unserer Einschätzung hat eine Finanzierung im Upper Mid Market durchschnittlich einen Verschuldungsgrad von 5,75x EBITDA bei einem Unternehmenswert von ca. 10,5x EBITDA. Der Leverage Covenant, wenn es ihn überhaupt gibt, wird bei Transaktionen dieser Größenordnung häufig mit einem Headroom von 40% über die Ausgangverschuldung angesetzt und liegt dann bei 9,58x EBITDA. Geht man von einem 20%-Rückgang des Unternehmenswertes im Rahmen eines Down-Turns oder einer Stress Situation aus, liegt der Unternehmenswert bei 8,60x EBITDA. Damit bricht der Leverage Covenant mit 9,58x EBITDA außerhalb des reduzierten Unternehmenswertes. Da der Verschuldungsgrad den Unternehmenswert übersteigt, wird der Eigenkapital-Investor deutlich weniger Anreize

haben, das Unternehmen mit zusätzlichem Eigenkapital zu unterstützen. Er ist out-of-the-money und weitere Investitionen erscheinen ökonomisch nicht sinnvoll. Sollte das Unternehmen nun vom Darlehensgeber verwertet werden, ist es unwahrscheinlich, dass die Erlöse den Darlehenswert decken.

In Transaktionen des Lower Mid Markets beobachten wir typischerweise Verschuldungsgrade von 3,50x EBITDA bei einem Unternehmenswert von ca. 9,50x. Der Leverage Covenant wird üblicherweise mit einem Headroom von ca. 30% über der Ausgangverschuldung angesetzt und liegt dann bei 7,60x EBITDA. Sollte der Unternehmenswert in einem schwierigen wirtschaftlichen Umfeld nun wiederum um ca. 20% fallen, bricht der Leverage Covenant innerhalb des reduzierten Unternehmenswertes von 7,60x EBITDA und hat zudem noch einen deutlichen Puffer zum reduzierten Unternehmenswert. Der Eigenkapital-Investor ist beim Covenant Bruch noch incentiviert, das Unternehmen ggf. mit zusätzlichem Eigenkapital zu unterstützen. Er ist in-the-money und weitere Investitionen in das Unternehmen lohnen sich. Soweit der Darlehensnehmer das Unternehmen verwerten muss, ist es sehr wahrscheinlich, dass der Unternehmenswert das Darlehen abdeckt. Der Leverage Covenant wird also seiner Intention als Frühwarnsystem gerecht. Dies ermöglicht einen früheren und deutlich konstruktiveren Dialog mit dem Eigenkapital-Investor über geeignete Maßnahmen zur Reduzierung der Verschuldung.

Kontakt und Autoren:

Apera Asset Management GmbH
Ainmillerstr. 11, 80801 München
www.apera-am.com

Dr. Klaus Petersen
Gründungspartner
Telefon: +49 89 2620 75755
E-Mail: kpetersen@apera-am.com

Benjamin Schall
Partner
Telefon: +49 89 2620 75751
E-Mail: bschall@apera-am.com

Private Credit: Trends in einem schwierigen Marktumfeld

In diesem Interview erläutert Adam Wheeler die Auswirkungen des herausfordernden Marktumfelds auf private Unternehmenskredite und erörtert, welche Marktsegmente davon profitieren können..

Worin bestehen aktuell die zentralen Herausforderungen für Private Credit und welche Dynamiken prägen insbesondere Mid-Market-Kredite?

Eine der wichtigsten Fragen in diesem Kontext ist momentan, wie sich die Portfolien grundsätzlich entwickelt haben und aktuell entwickeln. Während in guten Jahren die Performance vieler Private Debt Manager ähnlich ausfallen kann, bin ich überzeugt, dass wir im kommenden Jahr eine deutlich größere Differenzierung der Performance zwischen verschiedenen Asset Managern sehen werden – dies ist den Herausforderungen geschuldet, die im Folgenden diskutiert werden. Die Performance-Differenzierung hängt damit zusammen, dass kein Managerportfolio dem anderen gleicht. Jeder Manager selektiert unterschiedliche Kredite, sodass die Risikoprofile der Portfolien mitunter stark voneinander abweichen.

Was die Marktdynamik betrifft, haben sich Private-Equity-Firmen nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine und der weitgehenden Schließung der liquideren Loan-Märkte vermehrt dem Direct Lending Segment zugewandt, um Fremdkapital für Transaktionen zu beschaffen. Während die Marktpreise anfänglich kaum reagierten, ist jetzt eine echte Neubewertung der Risiken zu erkennen. Damit gehen Änderungen der Kreditbedingungen und des Leverage einher, um den neuen Marktbedingungen Rechnung zu tragen.

Einer der Vorteile von Investitionen in Private Debt ist die potenzielle Risikoprämie, die sich aus dem Illiquiditätsrisiko im Vergleich zu liquiden Darlehen ergibt. Die hohen Kursabschläge auf den öffentlichen Märkten weisen jedoch im Grunde auf eine Renditeparität zwischen öffentlichen und privaten Vermögenswerten hin. Warum sollten Anleger heute in Private Credit investieren, anstatt abzuwarten, bis sich diese Dynamik umkehrt?

Private-Debt-Manager bauen ihre Portfolien über einen längeren Zeitraum mit dem Ziel auf, über verschiedene Konjunkturzyklen hinweg eine konstante Rendite zu erwirtschaften. Dazu müssen sie letztlich Kapitalverluste vermeiden. Die Wertentwicklung der Anlageklasse wird eher von fundamentalen als von technischen Faktoren bestimmt, wie man sie an den öffentlichen Märkten findet. Auf den Private Debt Märkten beobachten wir aktuell eine Verbesserung hinsichtlich Preisgestaltung, Leverage und Kreditkonditionen. Auch



Adam Wheeler
Co-Head of Global
Private Finance,
Barings

sehen wir stärkere Covenants in der Kreditdokumentation. Wir gehen davon aus, dass diese Bedingungen während der Laufzeit aller Transaktionen, in die wir investieren, Bestand haben werden. Das weist darauf hin, dass wir in den nächsten ein bis drei Jahren eine Outperformance erzielen sollten.

Außerdem ist anzumerken, dass sich Private Debt insofern von öffentlichen Märkten unterscheidet, als dass Darlehen nicht am Kapitalmarkt gehandelt oder von einer oder zwei zentralen Stellen, wie etwa der Börse, beschafft werden können. Vielmehr werden die meisten Transaktionen in diesem Bereich über Private-Equity-Sponsoren abgewickelt und direkt mit dem Sponsor oder dem emittierenden Unternehmen ausgehandelt. Aus diesem Grund ist eine starke Origination- und Sourcingplattform von entscheidender Bedeutung, um Zugang zum attraktivsten Dealflow zu erhalten und diese Opportunitäten dann auch in Investitionen umzuwandeln zu können.

Darüber hinaus handelt es sich um eine „Buy-and-hold“-Anlageklasse, d. h. es bestehen nur begrenzte oder gar keine Möglichkeiten, eine Position zu verkaufen. Daher konzentrieren wir uns auf Investitionen in Unternehmen, von denen wir überzeugt sind, dass sie über alle Phasen des Kreditzyklus eine Daseinsberechtigung haben und verfolgen bei all unseren Investments einen eher konservativen Ansatz. Darüber hinaus bauen wir unsere Portfolien „deal-by-deal“ auf und sich daher hochgradig diversifiziert.

Wie gehen Sie angesichts der drastischen Veränderung der Zinssätze von vor einem Jahr bis heute, die sich erheblich auf Kreditnehmer auswirkt, an den Markt heran?

Eine Dynamik, die sich wahrscheinlich abzeichnen wird, ist eine Verlagerung der Renditen von Private Equity auf den Private Credit Bereich, während die Performance von Private Equity zunehmend unterdurchschnittlich ausfallen dürfte. Private Credit sollte von den steigenden Leitzinsen profitieren, entscheidend werden aber weiterhin die Auswahl der richtigen Investments und die Vermeidung von

Private Credit: Trends in einem schwierigen Marktumfeld

Verlusten sein. Die nächsten vier bis acht Monate werden interessant sein: Es wird ein schwieriges externes Marktumfeld, das vermutlich durch eine nachlassende Nachfrage, geringere Margen, weniger Cashflow und eine geringere Tilgungsfähigkeit geprägt sein wird. Unserer Ansicht nach schafft dies die Voraussetzungen für eine Neufestlegung der Bewertungsmultiplikatoren von Unternehmen aus einer Eigenkapitalperspektive, so wie wir sie bisher noch nicht erlebt haben.

Dennoch dürften viele Private-Equity-Firmen ihre Transaktionen – ihre Unternehmen – mit Kapital unterstützen. Manager müssen dementsprechend in der Lage sein, die richtigen Unternehmen auszuwählen sowie die Fähigkeit besitzen, diese Unternehmen im Falle einer Leistungsschwäche zu übernehmen, sie durch ihre Herausforderungen zu führen und sie schließlich zum Zweck des Kapitalerhalts zu verkaufen.

Dieser Beitrag basiert auf einer virtuellen Diskussionsrunde. Den vollständigen Beitrag können Sie hier lesen: <https://www.barings.com/perspectives/viewpoints/2023-outlook-public-private-credit>

Dieser Artikel soll professionellen Anlegern lediglich zur Information dienen. Er enthält keine Angebote für Wertpapiere, Produkte, Dienstleistungen, Fonds oder für irgendwelche von Barings, LLC (Barings) oder von mit Barings verbundenen Unternehmen geförderte Investmentprodukte oder Fonds. Die von den Autoren des Artikels erörterten Informationen spiegeln deren eigenen Ansichten wider und entsprechen nicht notwendigerweise den tatsächlichen Informationen über Fonds oder Investmentprodukte, die von Barings oder von den mit Barings verbundenen Unternehmen verwaltet werden. Weder Barings noch die mit Barings verbundenen Unternehmen übernehmen irgendeine Garantie für deren Richtigkeit und Vollständigkeit und haften nicht für nutzungsbedingte unmittelbare Schäden oder Folgeschäden. INVESTITIONEN BERGEN RISIKEN. DIE BISHERIGE PERFORMANCE IST KEIN VERLÄSSLICHER INDIKATOR FÜR KÜNFTIGE ERGEBNISSE. 2685425/0123

Kontakt und Autor:

Barings

www.barings.com/de

Adam Wheeler

*Co-Head of Global Private Finance,
Barings*

Volker Samonigg

*Managing Director,
Head DACH, Luxembourg, Global Business Development Group
E-Mail: volker.samonigg@barings.com
Telefon: +44 207 762 8800*

Infrastructure Debt – Die richtige Anlage zur richtigen Zeit?

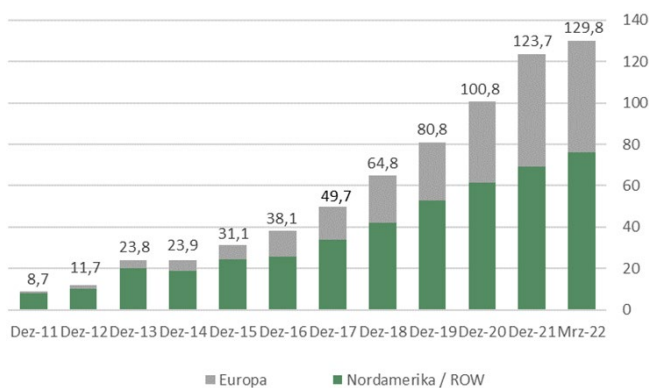
Die Zahlen sind durchaus beeindruckend: laut preqin haben sich die Kapitalzusagen an Infrastructure Debt-Fonds in den vergangenen 10 Jahren weltweit von knapp 9 Mrd. USD im Jahr 2011 auf knapp 124 Mrd. USD Ende 2021 erhöht, Tendenz weiter steigend. Die Investments bieten gerade langfristig orientierten, regulierten Investoren aufgrund ihrer Merkmale eine attraktive Ergänzung zu anderen Fremdkapital-Anlagen. Grund genug, sich die Anlageklasse einmal etwas genauer anzuschauen.

Markt

Infrastruktur-Investitionen betreffen Anlagen, die essentielle Bedarfe bedienen wie Telekommunikation, Energie, Straßen oder Netze, und daher naturgemäß eher wenig zyklisch sind, dafür aber kapitalintensiv sind und hohe Markteintrittsbarrieren aufweisen.

Das in der Anlageklasse Infrastructure Debt global verwaltete Kapital (AUM) ist in den vergangenen Jahren kontinuierlich gestiegen:

Grafik 1: Infrastructure Debt Assets under Management (in Mrd.US)

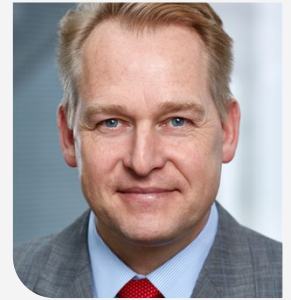


Quelle: preqin pro

Gerade in Europa tragen dazu das Thema der Energiewende und -jüngst- auch das der Digitalisierung stark bei. Massive staatliche Förderprogramme für den Ausbau insbesondere der digitalen Netze und der erneuerbaren Energien wurden aufgelegt, sind jedoch durch die bereits stark belasteten Staatshaushalte nicht zu finanzieren, was die Nachfrage nach privaten Finanzierungen deutlich erhöht und ein Grund dafür ist, dass der Wert der Infrastructure-Debt-Transaktionen in Europa seit 2012 deutlich oberhalb aller anderen Regionen liegt.

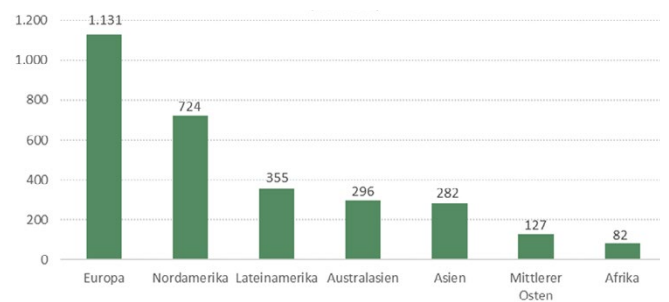


Sabine Fischer
Geschäftsführerin,
BB Alternatives GmbH



Alexander Bode
Geschäftsführer,
BB Alternatives GmbH

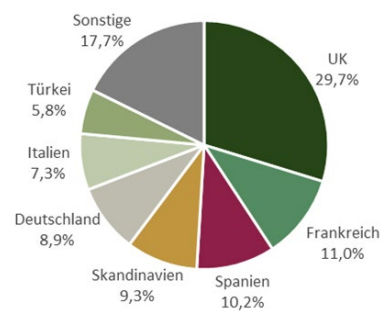
Grafik 2: Wert der Infrastructure Debt Transaktionen seit 2012 nach Regionen (in Mrd.US)



Quelle: Infralogic 2022

Europäische Schwerpunktregion ist insbesondere UK mit knapp einem Drittel der Transaktionen, insgesamt ist der Markt regional jedoch breit aufgeteilt:

Grafik 3: Verteilung der Infrastructure Debt Transaktionen seit 2012 in Europa (nach Wert)

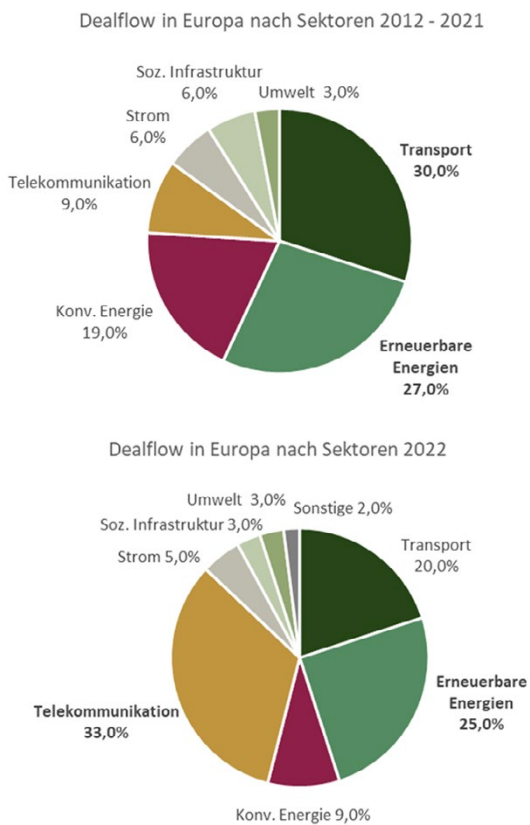


Quelle: Infralogic 2022

Infrastructure Debt – Die richtige Anlage zur richtigen Zeit?

Schaut man sich den Dealflow nach Sektoren an, wundert es nicht, dass bereits in der Vergangenheit die Sektoren Erneuerbare Energien und Transport (Stichwort Dekarbonisierung) rd. die Hälfte der Transaktionen ausmachten. Deutlich wird jedoch auch, wie stark das Thema der Telekommunikation / Digitalisierung im vergangenen Jahr 2022 die Transaktionsaktivität befeuert hat:

Grafik 4 und 5: Dealflow in Europa nach Sektoren 2012 – 2021
Dealflow in Europa nach Sektoren 2022



Quelle: Infralogic 2022

Steigendes Kapitalvolumen in der Anlageklasse und die nachhaltig zunehmende Anzahl von Transaktionen führen zu einer wachsenden Reife und Ausdifferenzierung des Marktes auch auf der Produktseite. Gemäß verfügbarer Marktdaten gibt es in Europa derzeit 35 Fondsprodukte, die Infrastructure Debt als Strategie anführen. Aus unserer Beratungspraxis würden wir die Zahl auf 20 - 25 aktive Fonds etwas einschränken, hauptsächlich im Hinblick auf die tatsächlich Europa-fokussierten und auch institutionell investierbaren Fonds mit einem entsprechenden Mindestvolumen. Europäische Fonds bieten eine immer breiter werdende Auswahl von dedizierten Strategien und sie kommen zudem (fast) ohne Kosten für Währungsabsicherungen aus, was gerade bei Kreditfonds

aufgrund des niedrigeren Renditeniveaus ein wichtiger Aspekt ist. Darüber hinaus entfällt für Versicherungsinvestoren unter Solvency II der zusätzliche Unterlegungsbedarf (25%), den Fremdwährungs-investments mit sich bringen.

Risikoparameter von Infrastruktur-Finanzierungen

Wie auch bei anderen Fremdkapitalinvestitionen ist auch bei Infrastructure Debt für die Einschätzung des Investitionsrisikos sowohl das Finanzierungsinstrument als auch das finanzierte Anlageobjekt selber relevant. Folgende grundsätzliche Spezifika sind zu betrachten:

Projektfinanzierung versus Infrastrukturunternehmen

Oftmals werden mit Infrastrukturfinanzierungen spezifische Projekte über ein Special Purpose Vehicle (SPV) finanziert, wie es bei Energieerzeugungsanlagen oder Übertragungsnetzen typischerweise der Fall ist. Hierbei ist die Finanzierung ausschließlich durch die Cash Flows dieses Projektes oder der spezifischen Anlage(n) besichert. Wird hingegen ein Infrastrukturunternehmen, bspw. ein Versorgungsunternehmen, finanziert, so werden die Cash Flows durch eine Reihe von unterschiedlichen Geschäftseinheiten und Dienstleistungen erzeugt.

Entwicklungsstatus (Greenfield versus Brownfield)

Greenfield-Anlagen sind noch nicht in Betrieb und besitzen daher -je nach Entwicklungsphase- noch Risiken der Errichtung oder Konstruktion und Inbetriebnahme, manchmal auch durch noch nicht vorliegende Genehmigungen öffentlicher Stellen, wie z.B. Baugenehmigungen. Sowohl die zeitliche Komponente der Cash-Flow-Generierung als auch die Höhe sind hierbei im Allgemeinen noch mit mehr Unsicherheit belegt.

Brownfield-Anlagen hingegen befinden sich bereits in Nutzung und generieren Erträge. Sie bedürfen zumeist lediglich einer Instandhaltung zur Sicherung des laufenden Betriebes und damit der Erträge und stehen aufgrund dieser Eigenschaft für besicherte Finanzierungen stärker im Fokus.

Infrastructure Debt – Die richtige Anlage zur richtigen Zeit?

Cash-Flow-Resilienz durch Abnahmeverträge oder (Teil-)Regulierung

Hinsichtlich einer strukturellen Sicherung der Cash-Flows durch Verträge oder die Regulierung von Infrastruktur-Anlagen lassen sich grundsätzlich vier Anlagentypen unterscheiden:

Grafik 6: Resilienz der Cash Flows



Die Stabilität und Planbarkeit von Erträgen ist dann am größten, wenn die Regulation vollumfänglich die Abnahmepreise sowie die Abnahmemengen durch Konzessionen vorgibt. Zudem sind die vereinbarten Preise typischerweise an die Inflation gebunden, was die Erträge auch diesbezüglich absichert. Die Kehrseite der Medaille ist jedoch, dass in diesem Fall sowohl Preise als auch Mengen nicht oder zumindest nicht kurzfristig beeinflussbar sind.

Diese Möglichkeit kann wiederum ein Vorteil der unregulierten Anlagen sein, deren Ertragssituation sich je nach Marktsegment aktiv beeinflussen lässt, während die Cash Flow-Resilienz immer noch gut sein kann, sofern die Gegenpartei wirtschaftlich stabil und ertragsstark ist und die Anlagen einen wirklich essenziellen Bedarf bedienen.

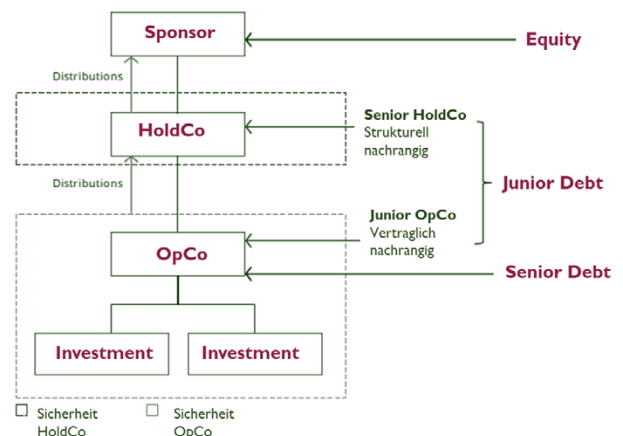
Finanzierungsstrukturen und -instrumente

Wenngleich die Ausfallrisiken von Infrastructure Debt-Investitionen moderater sind, als in vielen anderen Anlageklassen, sind Defaults dennoch natürlich nicht auszuschließen, weshalb auch hierbei ein Augenmerk auf die strukturelle Absicherung der individuellen Finanzierungen zu legen ist.

Finanzierungsstruktur von Infrastruktur-Projekten

Folgende Finanzierungsebenen finden sich typischerweise in Infrastrukturprojekten:

Grafik 7: Finanzierungsstruktur von Infrastruktur-Projekten



Infrastructure Debt – Die richtige Anlage zur richtigen Zeit?

Finanzierungen auf Ebene der operativen Gesellschaft (OpCo), die die finanzierten Anlagen besitzt, geben dem Kreditgeber den direkten Zugriff auf das Vermögen der Gesellschaft und die Erträge aus den operativen Anlagen. Als Senior-Kreditgeber steht man dabei im ersten Rang und genießt den besten Schutz vor Verlusten im Falle eines Defaults.

Bei etwas höherem Renditeziel kann eine nachrangige OpCo-Finanzierung (Junior) ausgereicht werden, die somit vertraglich, aber nicht strukturell subordiniert ist.

Die Holding-Gesellschaft (HoldCo) hält Anteile an der OpCo und erhält Ausschüttungen von dieser nach Bedienung der OpCo-Finanzierer. Der Preis für höhere Kreditmargen ist dabei ein struktureller Nachrang, also ein „Anstellen weiter hinten in der Schlange“ der Kreditgeber. Als Sicherheit stehen hauptsächlich die Gesellschaftsanteile der OpCo zur Verfügung. Generieren die finanzierten Projekte als regulierte oder

vertraglich gesicherte Brownfield-Projekte stabile Cash-Flows, ist das Risiko auch für einen HoldCo-Finanzierer, insbesondere in Senior-Position, dennoch überschaubar.

Bei Greenfield-Investitionen mit weniger dinglichen Sicherheiten aber mehr Planungs- und Konstruktionsrisiken vereinbaren Kreditgeber andere Sicherheiten zur Risikobegrenzung, wie z.B. Garantien für die rechtzeitige Fertigstellung und für die Übernahme von evtl. überplanmäßigen Kosten (Completion and Cost Overrun Guarantee) oder Zugriff auf Versicherungsprämien.

Ausgestaltung der Finanzierungsinstrumente

Dies bringt uns zu der Betrachtung der verschiedenen Finanzierungsinstrumente, die im Rahmen der Fondstrategien im Fokus stehen. Die typischen Kennzahlen und Abgrenzungskriterien, wie wir sie derzeit beobachten, sind in der folgenden Übersicht zusammengefasst:

Grafik 8: Ausgestaltung der Finanzierungsinstrumente

	Senior IG	Senior SubIG	Junior / Higher Yield	Mezzanine
Spreads	250 - 300 bps	300 - 400 bps	450 - 650 bps	L/E + 700 - 1.000 bps, fixed 10 - 15%
Upfront Fees	25 - 50 bps		45 - 80 bps	150 - 250 bps
Indikative Ratingklasse	Mind. BBB	Ø BBB / BBB-, mind. BB	Ø BB / BB, mind. B	ohne Rating
Besicherung	ja	ja	meistens ja	nein
Brownfield / Greenfield	Mehrheitlich Brownfield	Mehrheitlich Brownfield	Brownfield & Greenfield	Brownfield & Greenfield
Fixed vs. Floating	Fixed & Floating	Fixed & Floating	Fixed & Floating	überw. Floating
Gebührenbandbreite	30 - 50 bps, keine Performance Fee		50 - 70 bps, selektiv Performance Fee	100 bps, 10 - 15% Carry
Solvency II-Klassifizierung	qualified	überw. qualified	best effort	non-qualified
Typische Spread SCR-Quoten	6-14%	8-16%	8-16%	15 - 25%
Loss Rates (10 Jahre kum.)	annähernd 0%	<0,1%	0,5% - 1%	2 - 3%

Quelle: BBA Analyse

Infrastructure Debt – Die richtige Anlage zur richtigen Zeit?

Parallel zu den jüngsten Zinsveränderungen haben sich auch die Spreads nach oben entwickelt als Zeichen des als erhöht wahrgenommenen Risikos und liegen aktuell rd. 50 – 150 bps höher als noch vor 10 – 12 Monaten. Zudem stellen wir einen gewissen Trend zu höheren Anteilen an Floating Rate-Instrumenten in den Fonds fest, was die Volatilität weiter reduziert und für Solvency II-Investoren Vorteile durch niedrigere SCR-Quoten mit sich bringt.

Geringere Defaultquoten und niedrige Verlustraten

Im aktuellen Marktumfeld geht der Fokus der Investoren vielfach wieder stärker in Richtung der defensiven Branchen und unzyklischen Investments, Flucht in die „sicheren Häfen“, fast im wahrsten Sinne des Wortes. Die Default-Rates von Infrastructure-Debt-Investitionen sind in allen hierfür relevanten Ratingklassen über die Laufzeit von 10 Jahren niedriger als bei Non-Financial Corporates.

Grafik 9: Default Raten nach Ratingklassen – Infrastruktur vs. Non-Financial Corporates



Quelle: Moody's Default Rate Report, Nov 2022

Dies liegt insbesondere an dem hohen Anteil regulierter oder mit langfristigen Abnahmeverträgen ausgestatteter Anlagen und der geringen Zyklizität. Hinzukommen Covenants in den Kreditverträgen, die die Position der Finanzierer weiter absichern. Die tatsächlichen Verlustraten liegen gemäß Daten von Moody's im Corporate Infrastructure & Project Finance Debt-Segment mit 0,07% bei Baa und 0,15% bei Ba gerateten Finanzierungen im 40jährigen Durchschnitt ausgesprochen niedrig.

Die Volatilität der Investitionen ist zudem sehr begrenzt, Ratingklassifizierungen blieben in der Vergangenheit auch in schwierigen wirtschaftlichen Zeiten stabiler als in den meisten anderen Anlageklassen.

Mehr als „nur“ stabile Cash-Flows

Die hohe Cash-Flow-Resilienz und gestiegene Marktreife bieten aus unserer Sicht bereits ein recht schlagendes Argument für Infrastructure-Debt gerade auch in Zeiten mit hoher Volatilität. Ein genauerer Blick auf die Anlageklasse kann sich für langfristig orientierte Investoren jedoch auch noch aus anderen Gründen lohnen.

Längerer Investment-Horizont gut für das Liability-Matching

Fondslaufzeiten von Infrastructure-Debt-Fonds liegen im IG Senior-Segment typischerweise bei 20 - 30 Jahren, im Junior / Higher Yielding-Segment bei 10 – 15 Jahren und bei Mezzanine-Fonds mit 8 – 10 Jahren etwas darunter. Gegenüber Corporate Private Debt-Fonds ist der Investitionshorizont daher tendenziell länger und kommt langfristig orientierten Investoren entgegen.

Risikoreduktion durch amortisierende Strukturen

Im Corporate Private Debt-Segment sind Kredite standardmäßig endfällig strukturiert, was hier durch die kurzen tatsächlichen Halteperioden kein größeres Risiko birgt. Infrastructure-Debt ist insbesondere bei den länger laufenden Finanzierungen zumeist amortisierend strukturiert, was das Risiko der Investments aufgrund des zügigeren Abschmelzens der ausstehenden Beträge reduziert. So liegt die Weighted Average Life-Kennzahl (WAL) oftmals bei nur 50 – 60% der eigentlichen Kreditlaufzeit. Bei IG Senior-Fonds beobachten wir WALs von rd. 10-12 Jahren, bei Junior / Higher Yield

Infrastructure Debt – Die richtige Anlage zur richtigen Zeit?

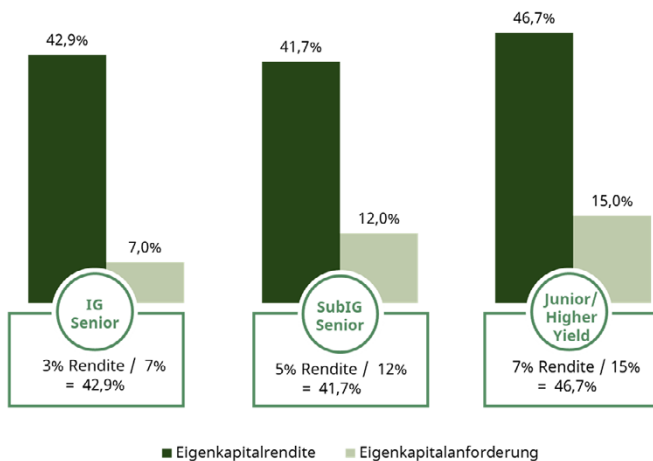
von 7 – 8 Jahren und im Mezzanine-Segment von 5 – 7 Jahren. Aufgrund der laufenden Zinszahlungen liegt die Duration der Investments noch etwas unter diesen Werten.

Hohe Kapitaleffizienz unter Solvency II

Senior IG und SubIG-Investitionen weisen Spread-SCR-Quoten zwischen 6 -16% auf, mehrheitlich sogar eher zwischen 7 - 13%. Stark beeinflusst wird der Wert dadurch, dass die IG Senior- sowie oft auch SubIG Senior-Finanzierungen als „Qualifying Infrastructure“ klassifizieren und somit von einer um 25% (Qualifying Infra Corporates) bzw. 33% (Qualifying Infra Projects) reduzierten Kapitalunterlegungsquote im Spread-SCR profitieren. Bei den Junior / Higher Yielding-Investments ist die Klassifizierung als „Qualifying Infrastructure“ nur teilweise möglich. Die kürzeren Durationen wirken dem dadurch etwas höheren Spread-SCR jedoch entgegen und so sind auch hier Werte von 11 – 16% gängig. Bei Senior IG-Investments, die zu einem signifikanten Anteil noch als Fixed-Rate-Instrumente ausgestaltet sind, liegen die Interest Rate SCRs typischerweise im Bereich von 4 – 6%.

Unter Einbeziehung der Renditen, wie wir sie derzeit im Markt sehen, ergibt sich daraus eine sehr hohe Kapitaleffizienz unter Solvency II:

Grafik 10: Aktuelle Eigenkapitalrenditen gemäß Solvency II (aus Spread SCR)



Quelle: BBA-Analyse

ESG-Fokus fast „unumgänglich“

Aufgrund der aktuellen Megatrends wie Energiewende, Erneuerbare Energien und Digitalisierung sind die deutliche Mehrzahl der Infrastructure-Debt-Finanzierungen klare ESG-Investitionen, die Produkte klassifizieren immer mindestens als Art. 8-, teils auch als Art. 9-Fonds gemäß Offenlegungsverordnung. Auch ist es in dem mittlerweile reiferen Markt möglich, Fonds mit spezifischen Fokussegmenten wie Energy Transition oder Digitalisierung auszuwählen und damit Schwerpunkte zu setzen. Der ESG-Fokus liegt also bereits in der Natur der meisten Anlagen und verringert nicht die Selektivität für die Investoren.

Kurz gesagt...

Gerade auch in unruhigen Marktzeiten kann die Anlageklasse Infrastructure-Debt auf Basis der dargestellten Spezifika eine gute Ergänzung zu bestehenden Debt-Portfolien sein. Auch erlaubt Markt mittlerweile eine gute Möglichkeit bestehende Allokationen gezielt zu ergänzen. Dass dies viele Investoren für das eigene Portfolio bereits für sich entdeckt haben, merken wir auch in unserer täglichen Beratungspraxis am deutlich zunehmenden Interesse an dieser Anlageklasse.

Kontakt und Autoren:

BB Alternatives GmbH
Hohenzollernring 72
50672 Köln
www.bb-alternatives.com

Sabine Fischer
Geschäftsführung
Telefon: 0221 914 0 924 0
E-Mail: sabine.fischer@bb-alternatives.com

Alexander Bode
Geschäftsführung
Telefon: 0221 914 0 924 0
E-Mail: alexander.bode@bb-alternatives.com

Trends in Real Estate Debt

Das Marktumfeld für Immobilienkreditfonds ist im Laufe des Jahres 2022 schwieriger geworden. Die Kreditausfallrisiken sind gestiegen, und durch die Zinswende stehen andere Anlagemöglichkeiten wieder stärker in Konkurrenz zu Real-Estate-Debt-Produkten. Aber das Interesse der institutionellen Investoren an Private-Debt-Strategien, darunter auch Real Estate Debt, ist weiterhin vorhanden, ebenso die Nachfrage nach Immobilienkrediten alternativer Finanzierer. Welche Trendthemen bestimmen den Markt?

Die Assetklasse Real Estate Debt wuchs bis zum Ausbruch des Ukraine-Kriegs und der abrupten Veränderung des Zinsumfelds kontinuierlich. Zahlreiche Anbieter für Immobilienkreditfonds traten auf den Markt, und immer mehr Investoren – vor allem Versorgungswerke und Pensionskassen, aber auch Versicherer und Banken – entdeckten die Assetklasse neu für sich oder bauten ihr Engagement aus. Doch dann haben sich die Zinsen für eine zehnjährige Immobilienfinanzierung innerhalb eines Jahres fast vervierfacht. Sie stiegen laut Finanzierungsplattform Interhyp von rund 1,0 Prozent Anfang 2022 auf 3,78 Prozent zum Jahresende.¹ So hoch waren die Zinsen zuletzt vor elf Jahren. Der 10-Jahres-Swap-Satz – ein wichtiger Indikator für die Zinsen von langfristigen Immobilienfinanzierungen – kletterte von rund 0,34 Prozent Anfang des Jahres 2022 auf 3,20 zum Jahresabschluss.²

Entscheidend sind die Motive für das Investment

Die Zinswende hat die Prämissen für die Anlage in Real Estate Debt verschoben. Für einen Teil der Investoren – vor allem diejenigen, die aus Mangel an besser verzinslichen Alternativen im liquiden Bereich auf Real Estate Debt gesetzt haben – hat die Assetklasse an Attraktivität eingebüßt. Statt dessen sind für sie liquider und als risikoärmer geltende Fixed-Income-Produkte wie Corporate Bonds oder Staatsanleihen interessanter geworden. So hat etwa die Rendite zehnjähriger deutscher Staatsanleihen den Negativbereich verlassen und sich innerhalb eines Jahres fast verachtacht. Lag sie im Dezember 2021 noch bei minus 0,31 Prozent, waren es im Dezember 2022 durchschnittlich plus 2,13 Prozent.³

Für einen anderen Teil der Investoren – und das sind in der Regel diejenigen mit hohem Anlagevolumen – stand von vornherein auch die Portfoliodiversifikation im Vordergrund. Sie verfolgen eine explizite Strategie für Private Debt und dabei speziell für Real Estate Debt. Der



Manuel Köppel
Geschäftsführer der BF.capital
GmbH

Anlagedruck solcher Investoren, meist Versorgungswerke und Pensionskassen, bleibt durch die stetig zufließenden Beiträge weiter hoch. Hier müssen sich Immobilienkreditfonds allerdings in Konkurrenz mit anderen Sparten des Private-Debt-Spektrums behaupten, etwa mit dem Bereich Infrastruktur. Allerdings sind die Grenzen zwischen Infrastruktur- und Immobilien-Engagements zuweilen fließend, etwa wenn es um Immobilienbestände der Öffentlichen Hand oder durch die Öffentliche Hand genutzte Immobilien geht.

Parallel ist die Nachfrage nach Krediten, die durch Debt Funds ausgereicht werden, ungebrochen. Zwar reduzieren auch die Debt Funds im aktuellen Marktumfeld i.d.R. ihre Risikoparameter, dies passiert aber parallel zum Bankensektor. So wäre in vielen aktuell nachgefragten Fällen der zugrunde liegende Investment Case vor einem Jahr zu deutlich günstigeren Konditionen noch über eine Bank finanzierbar gewesen. Doch Banken sind schon während der Corona-Pandemie bei der Finanzierung von Wertschöpfungs- und Sondersituationen zurückhaltender geworden. Diese Entwicklung, die sich nach Ausbruch des Ukraine-Kriegs noch einmal verstärkt hat, heizte die Nachfrage nach Krediten aus Debt Funds an, da diese zwar auch defensiver agieren, aber meist immer noch oberhalb des Niveaus, auf das sich die Banken zurückziehen. Auch Darlehensnehmer, die sich bislang direkt am Kapitalmarkt finanziert haben, greifen mittlerweile häufiger auf Kreditfonds zurück.

Opportunistische Projekte mit zu wenig Eigenkapitaleinsatz oder zu hohen Multiplikatoren und Exit-Preisen sind aber auch bei Debt Funds meist nicht mehr finanzierbar. Auch alternative Finanzierer können und müssen heute an ihre Investment Cases sehr viel strengere Kriterien anlegen und genau zwischen Fremdkapital- und Eigenkapitalrisiken unterscheiden.

Doch wie reagieren Kreditfonds auf die veränderte Marktlage? Wie lassen sich die Bedürfnisse von Kreditgebern und Kreditnehmern in Einklang bringen? Und welchen Konzepten gehört die Zukunft? Diese vier Trends zeichnen sich ab:

1 <https://www.interhyp.de/ratgeber/was-muss-ich-wissen/zinsen/zins-charts.html> [Aufruf am 18.01.2023]

2 <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/boersenkurse/xc0009683662-26174440/> [Aufruf am 18.01.2023]

3 <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/238018/umfrage/rendite-zehnjaehriger-staatsanleihen-in-deutschland-nach-monaten/> [Aufruf am 18.01.2023]

Trends in Real Estate Debt

Trend 1: Prolongationen und Bridge-Finanzierungen

Die erste Reaktion der Kreditnehmer auf den Zinsschock war, bei bestehenden Finanzierungen zunächst in die Prolongation zu gehen statt neue Finanzierungen auszuhandeln. Prolongationen spielen momentan eine sehr große Rolle am Markt, auch weil es häufig zu Bauverzögerungen aufgrund von Materialknappheit kommt oder mit dem Bau noch gar nicht begonnen wird. Sie bieten häufig eine Chance für einen Entwickler, um Ideen zu sammeln, neue Eigenkapitalquellen oder Haftungsmasse zu erschließen, bevor die Finanzierung insgesamt neu strukturiert wird. Falls dies bei einem Projekt in der Prolongationsphase nicht gelingt, können allerdings auch weitergehende Maßnahmen der Gläubiger bis hin zur Verwertung drohen, so dass eine Prolongation immer nur eine temporäre Lösung darstellt.

Prolongationen werden zwar zumeist höher verzinst, einen Nutzen daraus hat der Kreditgeber aber natürlich nur dann, wenn die Finanzierung auch am Ende des Prolongationszeitraums abgelöst wird. Es ist nicht auszuschließen, dass es im weiteren Jahresverlauf zu einem Bereinigungsprozess kommen wird, im Zuge dessen der eine oder andere schwächere Projektentwickler aus dem Markt ausscheidet und die ein oder andere Darlehensforderung den Weg Richtung Non-performing Loan (NPL) einschlagen wird. Neben dem Downside, das dieser Bereinigungsprozess für die betroffenen Kreditgeber mit sich bringt, besteht immerhin die Chance, dass durch Portfoliobereinigungen freie Kapazitäten geschaffen werden und die Neugeschäftsdynamik wieder zunimmt.

Zeit erkaufen sich Kreditnehmer nicht nur mit Prolongationen, sondern auch mit Bridge-Finanzierungen, die ebenfalls stark nachgefragt werden. 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 zwei bis drei Jahren mit besseren Verkaufsbedingungen rechnet. Auch Umplanungen, um auf aktuelle Marktbedürfnisse zu reagieren, lassen sich mit Bridge-Finanzierungen umsetzen.

Trend 2: Defensivere Mezzanine-Strukturen und Whole-Loans

Bei der aktuellen Unsicherheit über die Exit-Preise ist es für Immobilienfinanzierer sehr unattraktiv, mit Mezzanine-Kapital in einen hohen Loan-to-Value-Bereich zu gehen. Denn hier ist die Gefahr groß, bei einer Abwertung des Assets einen Totalverlust zu erleiden, ohne etwas dagegen tun zu können. Und die Gefahr der Immobilienabwertung ist in diesen Zeiten real. Hier wird das Dilemma der Mezzanine-Finanzierung ersichtlich: Einerseits ist der Kreditgeber im Nachrang, andererseits hat er wenig Einflussmöglichkeiten.

Daher hat sich eigenkapitalähnliches Mezzanine wohl bis auf Weiteres aus dem Markt verabschiedet. Der Markt dafür ist jedenfalls so gut wie ausgetrocknet. Wenn es gilt, eine Eigenkapitalücke zu schließen, etwa weil die Banken ihre Beleihung immer weiter absenken, müssen Kreditgeber auf echtes Eigenkapital oder auf Preferred Equity zurückgreifen, was allerdings mit Mitspracherechten für den Kapitalgeber einhergeht. Für fremdkapitalähnliches Mezzanine-Kapital wird es indes weiterhin einen Markt geben. Denn in dem hier vorherrschenden niedrigeren LTV-Bereich finden Investoren mehr Sicherheit.

Gleichzeitig haben Whole Loans an Beliebtheit gewonnen. Beispielsweise war bei unserem BF.capital Real Estate Debt Fund ursprünglich ein Verhältnis von Mezzanine zu Whole Loans von 50 zu 50 geplant. Tatsächlich steht der Fonds bei einem Verhältnis von 75 zu 25 zugunsten der Whole Loans. Bei diesen wird eine Finanzierung komplett über einen einzigen Finanzierungspartner abgewickelt, wobei Beleihungsausläufe von etwa 70 Prozent, in manchen Fällen sogar 80 Prozent, realisierbar sind.

Trend 3: Bestandsfinanzierung und Fokus auf Cash Flow

Kreditfonds wurden bislang häufig für Projektentwicklungen genutzt, also nicht unbedingt für die klassische Bestandsfinanzierung, da der Verzinsungsanspruch des Kapitals meist oberhalb einer nachhaltig erzielbaren Mietrendite liegt. Doch weil auch im Bereich der Bestandsfinanzierung die durchsetzbaren Konditionen teurer geworden sind, rückt auch der Immobilienbestand zunehmend in den Fokus von Real-Estate-Debt-Anbietern.

Allerdings bleibt die klassische Bestandshalterfinanzierung (Buy-and-hold) schwierig, weil der Verzinsungsanspruch weiterhin oft oberhalb der Mietrenditen liegt und ein Fonds zudem eine gewisse Kostenbelastung mit sich bringt. Außerdem müssten Darlehen entweder tilgend ausgestaltet werden oder es müsste bei Darlehen ohne laufende Tilgung sichergestellt sein, dass die Immobilienwerte über die Laufzeit des Kredits steigen. Denn sonst lässt sich der Kredit am Laufzeitende nicht oder zumindest schwieriger refinanzieren. Interessanter ist Real Estate Debt für Bestandsimmobilien mit Wertschöpfungspotenzial, etwa – im Vorgriff auf Trend 4 – durch energetische Sanierung.

Auch wenn die Kreditfonds die Bestandsfinanzierung für sich entdeckt haben, können und wollen sie Projektentwicklungsfinanzierungen nicht komplett außen vor lassen. Bei Finanzierungen im Bereich Development gilt vor allem die Frühphase, also vor Baubeginn, als attraktiv. Denn hier gibt es noch vielfältige Gestaltungsmöglichkeiten im Projekt, und Umplanungen oder Drittverwendung sind leichter

Trends in Real Estate Debt

möglich als in späteren Phasen, wenn viele Variablen (z.B. der Exit-Preis im Falle eines Forward Deals) bereits fixiert sind.

Trend 4: Nachhaltigkeit

Der vielleicht wichtigste Trend bei Real Estate Debt ist die Nachhaltigkeit einer Immobilie oder auch eines Unternehmens. Bei vielen Marktteilnehmern wird ESG derzeit noch als Luxusproblem abgetan. Aber die Frage, ob ein Kreditnehmer oder sein Finanzierungsobjekt ESG-konform ist oder nicht, wird bereits in absehbarer Zeit darüber entscheiden, ob er überhaupt eine Finanzierung bekommt. Nachhaltigkeitskriterien werden künftig ausschlaggebend sein, ob das Geschäftsmodell einzelner Immobilienmarktakteure zukunftsfähig ist. Auch die Wertentwicklung von Immobilien wird maßgeblich von der Erfüllung von ESG-Kriterien abhängen. Dabei wird es bei vielen Investitionen in die ESG-Kompatibilität von Gebäuden zunächst lediglich darum gehen, den Wert zu erhalten und die Entwicklung hin zu einem „Stranded Asset“ zu vermeiden. Für Wertsteigerungen sind größere Anstrengungen nötig.

Auf Nutzerseite ist die Nachfrage nach ESG-konformen Immobilien hoch, wobei nicht nur weiche Faktoren wie das gute ökologische Gewissen eine Rolle spielen. Im Wohnimmobilienbereich wird etwa eine geringe Nebenkostenbelastung immer wichtiger. Bei Büroimmobilien können beispielsweise große Unternehmen, vor allem regulierte Unternehmen wie Banken und Versicherungen, häufig nicht anders als ESG-kompatibel anzumieten. Ist ein Gebäude nicht nachhaltig, verkleinert sich der Kreis potentieller Interessenten. Während bei Büroimmobilien häufig Umweltaspekte im Fokus sind, haben Sozialimmobilien wie Pflegeheime, Reha-Kliniken oder Kindertagesstätten für Investoren von vornherein den Vorteil, dass sie die soziale Komponente von ESG abdecken.

Bei Kreditfonds liegt der größte Hebel für ESG-Kompatibilität in der Selektion der Investitionsobjekte und darüber hinaus in der Zweckgebundenheit. Denn während der Laufzeit gibt es nur begrenzten Einfluss auf die Umsetzung von ESG-Maßnahmen. Kreditfonds gibt es bereits jetzt als Artikel-8-Produkte, aber der Markt wird auf absehbare Zeit auch mehr Artikel-9-Fonds sehen. Diese müssen aktiv auf eine ESG-Wirkung abzielen, nicht nur passiv messen und Risiken reporten.

Ausblick: Stabilisierung in Sicht

Prolongationen und Bridge-Finanzierungen, defensivere Mezzanine-Strukturen und Whole-Loans, Fokus auf Bestandsfinanzierung und Cash Flow, ESG: Diese vier Trends können helfen, in der Assetklasse Real Estate Debt erfolgreich durch eine Phase wirtschaftlicher Unsicherheit zu kommen und sich zukunftssicher aufzustellen. Es ist zu wünschen, dass die Unsicherheiten auf dem Immobilienmarkt im Laufe des Jahres 2023 nachlassen. Sowohl bei der Zinsentwicklung als auch bei den Immobilienpreisen kann es zu einer Stabilisierung kommen, durch die sich die Schockstarre der Marktakteure sukzessive auflösen wird. Damit einhergehend werden sich die institutionellen Investoren der Assetklasse Real Estate Debt wieder stärker öffnen.

Kontakt und Autor:

BF.capital GmbH
Friedrichstr. 23a, 70174 Stuttgart
<https://www.bf-capital.de>

Manuel Köppel

Geschäftsführer

Telefon: +49 (0) 711 / 22 55 44 100

E-Mail: m.koeppel@bf-direkt.de

Private Credit: Entwicklungen und Chancen bei der direkten Kreditvergabe

Traditionelle Kreditgeber wie Banken verringern ihr Engagement in zunehmendem Maße. Die daraus entstehende Finanzierungslücke füllen zunehmend Kreditgeber, die über private Vehikel Geld von Investoren eingesammelt haben. Die steigende Nachfrage nach Private Credit* vor allem hochwertiger Kreditnehmer verspricht für die Zukunft einen starken Dealflow. Investoren bieten sich Renditechancen, wenn man einige wesentliche Punkte berücksichtigt.

Als Steve Jobs im Januar 2010 das Apple iPad vorstellte, fragten sich viele, ob sich ein solch neuartiges Gerät durchsetzen würde. Heute wissen wir, dass das Tablet den Alltag vieler Menschen erheblich verändert hat.

Im selben Jahr entwickelten Private-Credit-Manager eine Anlageklasse, die die globalen Kreditmärkte verändern sollte. Diese neue Private-Credit-Struktur eröffnete Kreditnehmern Zugang zu neuen Finanzierungsquellen, und das just zu einer Zeit, als die meisten Banken nach der globalen Finanzkrise Liquidität abzogen. In der Folge boten sich Anlegern attraktive Renditen zu besseren Konditionen als an öffentlichen Anleihemärkten.

Private Credit veränderte den Status quo, und hier zunächst für den Markt der Übernahmefinanzierungen. Und wie das iPad fand diese neue Idee in den nächsten Jahren breite Akzeptanz. Heute bietet der Private-Credit-Markt eine Vielzahl von Strategien und Zugangsmöglichkeiten für Anleger.

Eine Anlageklasse, die stetig wächst

Um das rasante Wachstum von Private Credit als Anlageklasse in den zurückliegenden zehn Jahren zu verstehen, lohnt der Blick auf die weltweiten M&A-Aktivitäten. Angetrieben von mehr als einem Jahrzehnt niedriger Zinsen, Aktienmarktwachstum und steigenden Private-Equity-Investitionen erreichte das M&A-Transaktionsvolumen 2021 laut Daten von Refinitiv einen Höchststand von fast 6 Billionen US-Dollar – auch wenn für das Jahr 2022 ein deutlicher Rückgang zu verzeichnen ist, so könnte dies immer noch einen sehr starken Anstieg über den längerfristigen Zeitraum bedeuten.¹

Vor der Finanzkrise hätten öffentliche Anleihemärkte oder Banken den Großteil der Finanzierung dieser Transaktionen übernommen. Aber regulatorische Änderungen erhöhten die Mindestgröße der Marktemissionen für öffentliche Schuldtitel seitdem erheblich. In der Folge war der Markt fast nur noch für die größten Unternehmen zugänglich. Zudem verringerten sich die von den Banken als Kredite ausgereichten Beträge deutlich. Den Bedarf deckten Private-



Rizwan Khan
Leiter Private Credit Sales
DACH-Region,
BlackRock



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

Credit-Manager, die heute stark in Fusionen und Übernahmen involviert sind.

Angesichts der geldpolitischen Kehrtwende seit Anfang 2022 wird das Transaktionsvolumen aller Wahrscheinlichkeit nach vorerst keine neuen Höchststände mehr erreichen. Wir sind aber zuversichtlich, dass die Nachfrage nach Private Credit hoch bleibt.

Selbst Großkonzerne, die weiter Zugang zu öffentlichen Anleihemärkten haben, entscheiden sich verstärkt für Private Credit. Zum einen sind diese verglichen mit Finanzierungen aus traditionellen Quellen flexibler. Zudem schätzen Kreditnehmer die Ausführungssicherheit, die private Kreditgeber bieten, hält man etwa öffentliche Anleiheemissionen dagegen. Denn bei Letzteren können sich die Vorstellungen der Anleger und die Preisgestaltung schnell und mitunter erheblich ändern. Einige Kreditnehmer suchen aber auch nach Private-Debt-Strategien*, weil sie weniger komplex gestaltet sein können.

Obwohl Private Debt den Kreditgebern eine Illiquiditätsprämie bietet, sind die Kosten für die Kreditnehmer meist nicht wesentlich höher. Private Credit finanziert wie erwähnt einen Großteil der M&A- und Leveraged-Buyout-Deals**, die von Private-Equity-Investoren orchestriert werden. Das ist ein Grund, warum dieser Bereich in den vergangenen zehn Jahren fast im Gleichschritt mit der Expansion von Private Equity gewachsen ist.

Im Jahr 2021 erreichte die Private-Equity-Buyout-Aktivität laut dem Investmentdatenanbieter Preqin mit 851 Milliarden US-Dollar oder etwa 15 % des weltweiten M&A-Transaktionsvolumens ihren vorläufigen Höhepunkt.² Ebenso nach Angaben von Preqin hat frisches

¹ Refinitiv, 31. Januar 2022.

* Private Credit / Private Debt = Fremdfinanzierungsinstrumente, die vorwiegend von privatwirtschaftlichen institutionellen Investoren außerhalb des Bankensektors zur Verfügung gestellt werden.

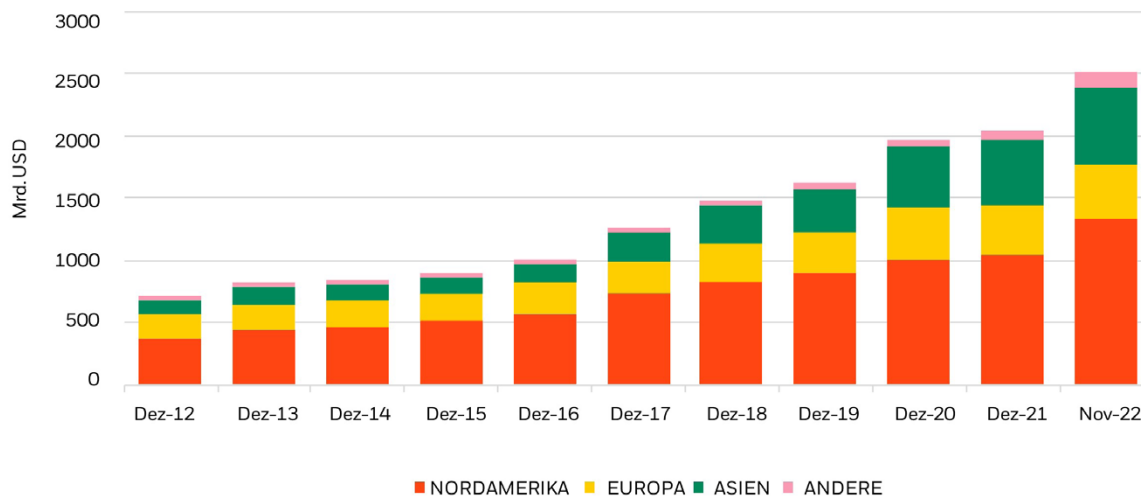
² Preqin, 30. November 2022.

** Leveraged-Buyout-Deals = fremdfinanzierte Übernahme, bei der ein Unternehmen versucht, ein anderes zu kaufen und zur Finanzierung der Übernahme einen hohen Kredit aufnimmt.

Private Credit: Entwicklungen und Chancen bei der direkten Kreditvergabe

Kapital den bereits gesunden Bestand an Dry Powder (Geld, das darauf wartet, investiert zu werden) auf mehr als 2,5 Billionen US-Dollar erhöht.³ Diese Reserven sind zwar mit einer gewissen Vorsicht zu betrachten, könnten aber auch als potenzieller Rückenwind für künftige Private-Credit-Strategien gewertet werden.

Dry Powder: Das noch nicht investierte Private-Equity-Kapital wächst weiter



Quelle: Prequin, 30. November 2022

Die angegebenen Zahlen beziehen sich auf die Wertentwicklung in der Vergangenheit. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse.

An ein neues Umfeld anpassen

Private Credit trat in der Finanzkrise gewissermaßen aus seinem Nischendasein heraus und entwickelte sich im meist positiven Marktumfeld der 2010er-Jahre weiter. Nun aber hat sich das Marktregime geändert, und die Anleger sehen sich mit steigenden Zinsen, höherer Inflation und der Aussicht auf finanzielle Engpässe bei einigen Kreditnehmern konfrontiert. Darin liegen für Private Credit sowohl Herausforderungen als auch Chancen.

Zentralbanken straffen ihre Geldpolitik zwar weltweit, nicht aber überall in gleichem Maße. Während die Zinsen in den USA 2023 voraussichtlich 5 % erreichen dürften, wird für die Eurozone in diesem Zeitraum mit einem Leitzins von knapp über 3 % gerechnet.⁴ Hingegen liegen die Zinsen in Japan noch immer nahe null – und das könnte auch noch länger so bleiben.⁵ Für Marktteilnehmer dürfte klar sein, dass diese breite Streuung den relativen Wert und die Attraktivität von Unternehmen in verschiedenen Märkten beeinflussen kann. Dies gilt insbesondere für Firmen, deren Gewinne vom Import oder Export bestimmt sind.

³ Prequin, 30. November 2022.

⁴ Bloomberg, 14. Dezember 2022 (USA); Bloomberg, 27. Januar 2023 (Euroraum).

⁵ Bloomberg, 27. Dezember 2022.

Das sind die Vorteile ...

Steigende Zinsen können für Private-Credit-Investoren eine gute Nachricht sein. Denn im Gegensatz zu Anleihen sind die meisten privaten Kredite variabel verzinslich, das heißt, wenn die Zinsen steigen, steigen auch die Zinszahlungen. Wir erwarten, dass künftige Zinserhöhungen einen deutlicheren Einfluss auf die Renditen haben werden, da mit den neuen Zinsniveaus vertraglich festgeschriebene Untergrenzen im Allgemeinen deutlich überschritten werden.

Ein weiterer Vorteil von Private-Credit-Anlagen: Sie bieten Anlegern wie erwähnt eine Illiquiditätsprämie. Auf vergleichbarer Basis locken vorrangige Unitranche-Darlehen* in der Regel mit einem Aufschlag von 150 bis 300 Basispunkten hält man an der Börse gehandelte Leveraged Loans dagegen. Auch wenn keine Ausfallraten für den gesamten Private-Credit-Markt verfügbar sind, haben wir niedrigere Ausfallraten sowie höhere Erlös- und niedrigere Verlustquoten beobachtet als in den Indexdaten von Hochzinsanleihen und Leveraged Loans.

* Unitranche-Darlehen = Finanzierung (vornehmlich durch Kreditfonds), die vorrangige und nachrangige Fremdkapitalkomponenten zu einer Tranche kombiniert.

Private Credit: Entwicklungen und Chancen bei der direkten Kreditvergabe

Illiquiditätsprämie: US-Mittelstandskredite bieten attraktivere Preise als Leveraged Loans



Quelle: Leveraged Commentary & Data, 30. September 2022

Die angegebenen Zahlen beziehen sich auf die Wertentwicklung in der Vergangenheit. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse.

... und das die Risiken

Höhere Zinszahlungen für variabel verzinsliche Kredite könnten die Bilanzen der Kreditnehmer belasten und zu einem Anstieg von Zahlungsausfällen führen. In der Vergangenheit hatte ein niedriges BIP-Wachstum im Vergleich zur Inflation nur geringe Auswirkungen auf die Zahlungsausfälle von Privatunternehmen. Bei stark fremdfinanzierten Unternehmen kann die Inflation die Auswirkungen eines langsamen Wachstums aber verstärken und somit die Ausfallwahrscheinlichkeit erheblich erhöhen. Bei Unternehmen mit moderater Verschuldung ist ein Ausfall dagegen weniger wahrscheinlich. Konjunkturabhängige Unternehmen sind dabei allerdings einem größeren Risiko von Leverage-Spitzen ausgesetzt. Das unterstreicht die Vorteile konservativ strukturierter nichtzyklischer Kredite.

Die Inflation birgt derzeit die größten Risiken für jene Unternehmen, die steigende Kosten schultern müssen und diese nicht so gut an Kunden weitergeben können. So lasten gestiegene Energiepreise auf vielen produzierenden Unternehmen, zugleich nimmt durch die Inflation die Kaufkraft der Konsumenten ab.

Die Anlagechancen sind zahlreich

Wir denken, dass nicht zyklische Unternehmen aus Sektoren wie dem Gesundheitswesen sowie dem Software-, Technologie- und Dienstleistungssektor Kreditgeber und Investoren in Unternehmensanleihen besser vor Inflationsdruck schützen können. Dies liegt unter anderem daran, dass diese Unternehmen tendenziell weniger unter Kostendruck leiden.

Aus Kreditgebersicht sind konjunkturunabhängige Unternehmen oft auch deshalb attraktiv, weil sie eine stabilere, höhere Bewertung aufweisen und deshalb über höhere Eigenkapitalpolster verfügen.

Darüber hinaus sehen wir weitere, aber etwas risikoreichere Chancen in Krediten an zyklische Unternehmen mit positiver Entwicklung, an Firmen, die finanzielle Probleme haben oder sich gerade davon erholen, sowie an Firmen, die Wachstumskapital suchen. Hinzu kommen Sekundärmarktchancen durch die erhöhte Volatilität sowie Kredite an Unternehmen, denen der Zugang zu traditionellen Finanzierungsquellen versperrt ist.

Europa, USA und Asien differenziert betrachten

Aus regionaler Sicht gehen wir mit Blick auf die EMEA-Region (Europa, Naher Osten, Afrika) davon aus, dass die schrittweisen Zinserhöhungen der Europäischen Zentralbank (EZB) weniger Druck auf Kreditnehmer ausüben werden als die aggressiven Zinserhöhungen der amerikanischen Notenbank. Unterschiede zwischen den großen Volkswirtschaften Europas ermöglichen den Einsatz von Private Credit über Konjunkturzyklen hinweg.

Angesichts der starken Kreditnehmernachfrage erachten wir das Risiko-Rendite-Profil von erstrangigen Anlagen mit niedrigem Hebel als besonders attraktiv. Unternehmen, die von steigenden Rohstoffpreisen betroffen sind, wenden sich zunehmend an private Kreditgeber, um ihre Liquidität zu erhalten, um Ausfälle im Rahmen bestehender Kreditvereinbarungen zu vermeiden oder zu beheben oder um den Umstieg auf nachhaltige Energiequellen zu beschleunigen.

Private Credit: Entwicklungen und Chancen bei der direkten Kreditvergabe

In den USA haben Regulierungen den Banken den Appetit auf kleinere, weniger liquide Kreditemissionen genommen. Die öffentlichen Kreditmärkte sind für viele Wachstumsunternehmen nach wie vor verschlossen. Das veranlasst sie dazu, als Alternative private Kreditgeber zu suchen, um ihre Kapitalquellen zu diversifizieren. Zudem zwingen höhere Rohstoff- und Arbeitskosten selbst Qualitätsunternehmen dazu, Finanzierungen zu suchen. Daraus ergeben sich Investitionsmöglichkeiten mit aktienähnlichen Renditechancen.

Was Asien angeht, führten seit Mitte 2021 Volatilität und Illiquidität der öffentlichen Kreditmärkte zu einer Reihe von Kreditereignissen. In Volkswirtschaften wie Indien gibt es keine öffentlichen Anleihemärkte, wodurch sich mehr Möglichkeiten im Private-Credit-Sektor eröffnen.

Das Umfeld für neue Investitionen

Bei Private Credit hängt der Erfolg wesentlich von der Quantifizierung des Risikos ab, von der Sicherstellung, dass dieses Risiko angemessen bepreist ist, und vom Management etwaiger Risikoänderungen während der gesamten Lebensdauer einer Anlage.

Anders als noch während der Covid-19-Pandemie gibt es heute wieder eine belastbare Basis, um Geschäftsprognosen zu erstellen und sie Stresstests zu unterziehen. Als Folge dieser verbesserten Sicht auf die Geschäftsentwicklung und aufgrund der Marktvolatilität haben wir in den zurückliegenden Monaten eine Ausweitung der Spreads beobachten können und bessere Konditionen für Kreditgeber. Das erhöhte Risiko im aktuellen Umfeld führt dazu, dass Kreditnehmer bereit sind, mehr als zuvor für die Finanzierung zu bezahlen. Daraus folgen höhere Renditechancen für die Anleger.

Ähnlich wie das iPad ist auch Private Credit mit der Zeit unverzichtbar geworden und erweitert seine Anwendungsmöglichkeiten Jahr für Jahr. Im aktuellen Umfeld sehen wir neue Einsatzmöglichkeiten für diese Anlageklasse, die sich angesichts der einzigartigen Herausforderungen des neuen Marktregimes gut entwickeln könnte.

Kontakt und Autoren:

BlackRock

<https://www.blackrock.com/de/professionelle-anleger/einblicke/institutionelle-einblicke>

Rizwan Khan

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

Telefon: +49 (69) 505003148

E-Mail: Rizwan.khan@blackrock.com

Dr. Theo Weber

Leiter des Private Debt Portfolio-Management-Geschäfts, BlackRock

Telefon: +49 (89) 427295898

E-Mail: Theo.weber@blackrock.com

Dieses Material dient nur zu Informationszwecken und ist nicht als Anlageberatung oder -empfehlung für eine bestimmte Anlage gedacht. Alle Meinungen werden von BlackRock zum 01. Februar 2023 vertreten und können sich ändern.

Private Credit: Entwicklungen und Chancen bei der direkten Kreditvergabe

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

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.

© 2023 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.

Private Debt für kleine und mittlere Unternehmen und Hidden Champions

Einführung in den Lower Mid-Market

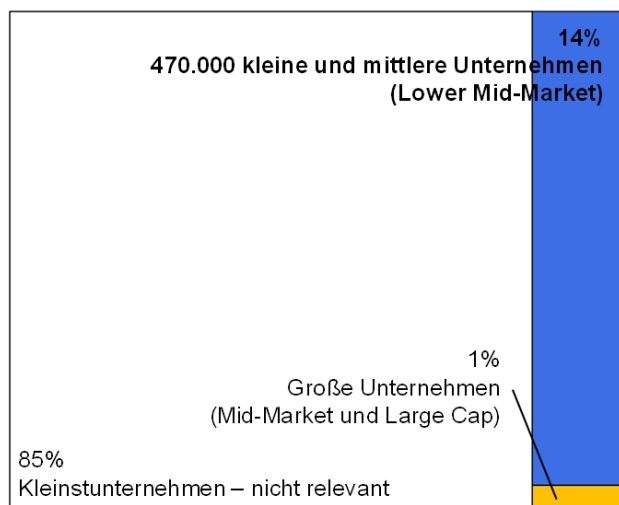
Unternehmenskredite wurden in Deutschland lange Zeit fast ausschließlich von Banken vergeben. Erst mit der EU-Rechtsvereinheitlichung bzw. der Novellierung des Kreditwesengesetzes (KWG) im Jahr 2015 wurde Deutschland attraktiv für Debt Fonds. Begünstigt durch die vergangene, lange Niedrigzinsphase, sammelten Private Debt Fonds in den letzten Jahren immer mehr Kapital bei institutionellen Investoren ein. Obwohl dieser Trend zuletzt gebremst wurde, sind heute mehr als 50 Private Debt Fonds in Deutschland aktiv und verfolgen unterschiedliche Anlagestrategien, wie zum Beispiel Direct Lending, Mezzanine, Special Situations oder Asset-Based Lending. Der Großteil der Debt Fonds zielt dabei jedoch auf sogenannte Sponsor-backed Transaktionen ab, d. h. auf Finanzierungen von Unternehmenskäufen durch Private Equity Fonds. Außerdem gilt das Finanzierungsangebot vornehmlich für Unternehmen im Mid-Market und im Large Cap Bereich mit einem EBITDA von über 10 Mio. Euro bzw. einem Finanzierungsvolumen ab 30 Mio. Euro.

Private Debt Fonds konnten den traditionellen Finanzierern in diesem Segment bereits mehr als 50% der Marktanteile abgewinnen. Die meisten Finanzierungsprozesse werden durch Debt Advisor beraten, die im Interesse der Kreditnehmer den Markt screenen, Finanzierungsparteien sondieren und die attraktivsten Angebote verhandeln. Der daraus resultierende Wettbewerb lässt für Debt Fonds eine Selektion der Opportunitäten kaum zu, da i. d. R. der Finanzierer mit den günstigsten Konditionen und der Kreditnehmer-freundlichsten Dokumentation zum Zuge kommt.

Unternehmensbestand

Anzahl und Anteil der Unternehmen in Deutschland nach Größenklasse im Jahr 2020. Kleine und mittlere Unternehmen mit 2 bis 50 Mio. Euro Umsatz und 10 bis 250 Beschäftigte.

Quelle: Statistisches Bundesamt



Kleine und mittlere Unternehmen stellen den überwiegenden Teil der relevanten Größenklasse und bieten mit rund 470.000 Unternehmen eine weitestgehend unerschlossene Investment Opportunität.



Matthias Mathieu
Managing Partner,
BRIGHT CAPITAL

Strukturelle Unterschiede zwischen Lower Mid-Market, Mid-Market und Large Cap

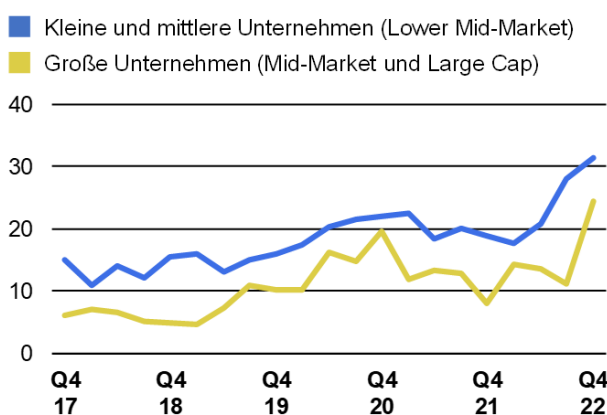
Anders stellt sich die Situation im Lower Mid-Market dar, d. h. bei Unternehmen mit einem EBITDA von unter 10 Mio. EUR. Zwar gibt es auch hier viele lokale Sparkassen und Banken, die Finanzierungen anbieten, die wenigsten verfügen jedoch über ein spezialisiertes Team für strukturierte Finanzierungen. Auch Private Debt Fonds gibt es in diesem Segment nur eine Hand voll.

Segmentiert man den Finanzierungsmarkt in Deutschland nach der Höhe des EBITDA, stellt man schnell fest, dass es im kleineren Segment (Lower Mid-Market) ein Vielfaches mehr an Unternehmen mit einem Finanzierungsbedarf gibt als in den von Debt Fonds in den vergangenen Jahren vornehmlich bearbeiteten größeren Segmenten (Mid-Market und Large Cap). Das macht den Lower Mid-Market zu einem attraktiven Segment für Debt Fonds.

KfW-ifo-Kredithürde

Die Kredithürde gibt den Prozentanteil der Unternehmen an, die das Bankverhalten in Kreditverhandlungen als „restriktiv“ einordnen.

Quelle: KfW Research



Der Zugang zu Bankkrediten wird von Unternehmen zunehmend als schwierig eingeschätzt. Kleine und mittlere Unternehmen kommen im Vergleich zu großen Unternehmen durchgehend schwerer an Kredite.

Private Debt für kleine und mittlere Unternehmen und Hidden Champions

Der Lower Mid-Market ist unter anderem charakterisiert durch einen hohen Grad an Intransparenz; Finanzierungsgespräche finden häufig bilateral statt und nicht innerhalb einer durch einen Debt Advisor geführten breiten Marktansprache. Debt Fonds können eine eigene, auf ihre Bedürfnisse zugeschnittene Due Diligence durchführen. Aufgrund des Kreditnachfrageüberhangs können die Fondsmanager außerdem selektiv agieren und die Konditionen individuell verhandeln. Die grundsätzliche Beurteilung der Kreditqualität unterscheidet sich dabei nicht von den Kriterien im Mid-Market und im Large Cap. Wichtig sind immer dieselben Kredit-Charakteristika wie beispielsweise eine etablierte und nachhaltige Marktpositionierung des Darlehensnehmers, keine oder nur geringe Kundenkonzentration, sowie stabile Erträge und eine hohe Cash-Conversion. Die Kreditvergabekennzahlen, wie zum Beispiel der EBITDA-Leverage, variieren zwischen Lower-Mid-Market, Mid-Market und Large Cap hingegen stark zu Gunsten der kleineren Transaktionen. Gleiches gilt für die Zinsmarge und die Ausgestaltung der Kreditdokumentation.

Chancen und Herausforderungen im aktuellen Marktumfeld

Im strukturellen Vergleich der Marktsegmente Mid-Market und Large Cap gegenüber dem Lower Mid-Market stellt man fest, dass am oberen Ende des Marktes viele Kreditgeber auf wenige Opportunitäten stoßen. Im kleineren Segment hingegen bieten wenige

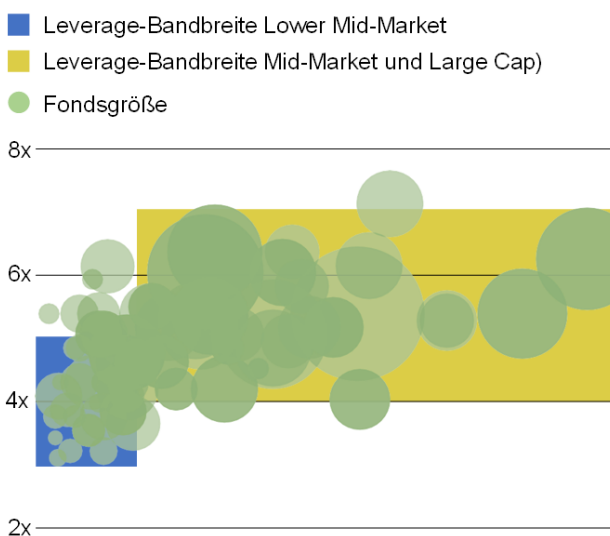
Kreditgeber auf eine große Anzahl an Opportunitäten. Der Grund für die Ineffizienz im Private Debt Lower Mid-Market ist auch in der Struktur der Endinvestoren begründet. Versicherungen, Versorgungswerke und Pensionskassen waren in Zeiten der Niedrigzinspolitik auf der Suche nach einem Ausgleich für die entgangenen Cash-Renditen an den Kapitalmärkten und haben diesen Bedarf durch Mid-Market und Large Cap Private Debt erfüllen können. Die immens großen Anlagevolumina der institutionellen Anleger haben die Mid-Market und Large Cap Private Debt Fonds immer weiterwachsen lassen, während es strukturell und administrativ kaum Möglichkeiten für kleinere Investitionstickets in Lower Mid-Market Fonds gab.

Die aktuelle Zinswende könnte dies ändern. Bei Erhalt der festverzinslichen Marge und der gestiegenen Floating Rate (z.B. EURIBOR) erreichen Mid-Market und Large Cap Finanzierungen schnell kombinierte Zinsmargen von mehr als zehn Prozent. Aus der Risikoperspektive betrachtet ist dies bei gleichbleibender Kreditqualität eine signifikante Verbesserung des Risiko-adjustierten Returns. Die Frage ist allerdings, ob die Darlehensnehmer bereit sind diesen viele Jahre nicht dagewesenen Aufschlag zu bezahlen. Sollte dies nicht der Fall sein, könnte es notwendig werden fixe Margen zu reduzieren. Bei einer fallenden Floating Rate würde dies wiederum zu unattraktiven Risiko-adjustierten Returns führen. Andererseits könnte bei Aufrechterhaltung der fixen Zinsmargen und steigender Floating Rate das Transaktionsvolumen

EBITDA-Leverage

Durchschnittlicher EBITDA-Verschuldungsgrad bei der Vergabe von Kredite von Private Debt Fonds in Europa und Nordamerika.

Quelle: Kapital 1852 Research

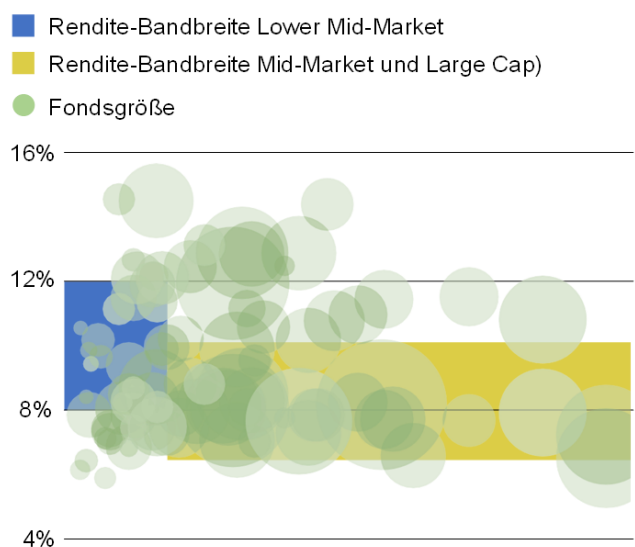


Im Lower Mid-Market werden Finanzierungen im Durchschnitt mit moderaten Leverage arrangiert. Die Bandbreite liegt unterhalb des Mid-Market und Large Cap Segments.

Nettorendite

Erwartete Nettorenditen (Net IRR) nach Marktsegment.

Quelle: Kapital 1852 Research



Lower Mid-Market Debt Fonds erwarten regelmäßig eine Nettorendite von mehr als 10%. Bei Mid-Market und Large Cap Fonds liegt diese erwartungsgemäß im Schnitt darunter.

Private Debt für kleine und mittlere Unternehmen und Hidden Champions

stark zurück gehen. In Konsequenz würde dies dazu führen, dass Endinvestoren ihre Private Debt-Quoten kürzen und das Kapital am liquiden Markt anlegen. Es ist dennoch zu erwarten, dass Endinvestoren versuchen werden die Volatilität auf der Kreditseite zu begrenzen und der Assetklasse langfristig treu bleiben. Geringere Private Debt Quoten in der Strategic Asset Allocation, attraktive Renditen an den Kapitalmärkten in Kombination mit volatileren Returns im Bereich Private Debt Mid-Market und Large Cap könnte dazu führen, dass die technischen Hürden überwunden und verstärkt Allokationen in Lower Mid-Market Debt Fonds getätigt werden.

Eine Herausforderung dabei könnte wiederum sein, dass viele dieser Private Debt Investoren geografische Schwerpunkte haben und für Endinvestoren weniger transparent sind. Eine Analogie zur Erschließung des Private Debt Lower Mid-Marktes kann man im deutlich weiterentwickelten Private Equity Lower Mid-Market sehen. Intermediäre die im Auftrag von institutionellen Endinvestoren Separately Managed Accounts (SMAs) investieren oder auch Fund of Funds, die den Weg in kleinere Fonds ebnen, gibt es bereits auch im Private Debt Segment, allerdings deutlich weniger als im Private Equity. Dies wird nicht von heute auf Morgen geschehen, dennoch ist das zeitliche Fenster systematische Überrenditen (Alpha Returns) in einem durch Ineffizienz geprägten Markt zu verdienen derzeit weit geöffnet. Lower Mid-Market Private Debt hat sich in der vergangenen Dekade in Deutschland etabliert und bleibt eine attraktive Assetklasse für institutionelle Investoren.

BRIGHT CAPITAL ist einer der aktivsten Private Debt Investoren mit Fokus auf kleine und mittlere Unternehmen in der DACH-Region. Die verwalteten Fonds investieren in Unternehmen mit einer robusten Marktposition, stabilen Cashflows und exzellenten Management Teams.

Kontakt und Autor:

BRIGHT CAPITAL GmbH
Grosse Bockenheimer Straße 43
60313 Frankfurt am Main
www.brightcapital.de

Matthias Mathieu

Managing Partner

Telefon: +49 69 3487 7598 0

E-Mail: mm@brightcapital.de

Dieser Beitrag wurde von der Bright Capital GmbH, Große Bockenheimer Straße 43, 60313 Frankfurt am Main (BRIGHT CAPITAL) verfasst. Der Verfasser übernimmt für den Inhalt dieses Beitrages keine Haftung. Dieser Beitrag dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt insbesondere keine Werbung, Empfehlung, Finanz- oder sonstige Beratung dar und ist keine Aufforderung zu einem Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten.

Corporate Private Debt – Alternative zu Bankkrediten und Private Equity für Unternehmen und attraktive Anlageklasse für institutionelle Investoren

Anlageklasse, flexible Finanzierungslösung oder Konkurrenzprodukt zur klassischen Bankfinanzierung und Private Equity - Private Debt ist dieser Tage in aller Munde. In der Tagespresse¹ sind regelmäßig Berichte über Private Debt und Portraits einzelner Manager. Ebenso haben institutionelle Anleger mittlerweile Private Debt auch als attraktive Anlageklasse mit interessanten Renditen entdeckt.

Private Debt ist in den USA und Großbritannien schon seit vielen Jahren fester Bestandteil der Finanzierungslandschaft und eine bewährte Anlageklasse für institutionelle Investoren. In Deutschland hat sich diese Finanzierungsform, insbesondere über die vergangenen fünf Jahre, zunehmend etabliert.

Folgt man den Analysen der Fachpresse und anderer Marktbeobachter, so hat Private Debt vor allem im Bereich der Akquisitionsfinanzierungen für Private Equity in Deutschland die klassischen Geschäfts- und Investmentbanken im Mid-Market weitestgehend eingeholt². Bei klassischen Unternehmensfinanzierungen gibt es aber noch viel Potenzial und Corporate Private Debt ist gerade in der DACH Region noch nicht bei jeder Finanzierungssituation als Option präsent. Der Markt für Finanzierungen benötigt an dieser Stelle noch Aufklärungsarbeit in Richtung Beratern, Intermediären und Unternehmern, um sich dauerhaft neben Banken und Private Equity als kreativer Finanzierungspartner zu etablieren.

Alternative zu Bankkrediten

„Private Debt auf dem Vormarsch“³ – genau bei diesen Überschriften reiben sich die Firmenkundenbetreuer deutscher Banken und mittelständische Unternehmer die Augen: Denn für viele gab es bisher so gut wie keine Berührungspunkte mit Private Debt. Häufig gerät bei diesen provokativen Aussagen in den Hintergrund, dass rund 90% der Private-Debt-Transaktionen in Deutschland direkt in Zusammenhang mit Private Equity-Transaktionen standen und somit für viele mittelständische Unternehmen weder sichtbar noch relevant waren. Dabei leistet Private Debt viel mehr als ein reines Finanzierungsinstrument für Private Equity LBOs. Gerade für mittelständische Unternehmer ist Private Debt ein interessanter Finanzierungsbaustein – teils bereits auch als Alternative zu Private Equity.

Gemäß dem Motto „Stillstand ist Rückschritt“ stehen viele mittelständische Unternehmer regelmäßig vor neuen Herausforderungen. Der Generationenwechsel, Nachfolge durch das bestehende Manage-



Florian Wimpff
Director, ELF Capital Group



Philipp Dambach
Principal, ELF Capital Group

mentteam, Herauslösen von Mitgesellschaftern, Diversifikation des eigenen Vermögens, Liquiditätsbedarf außerhalb des Unternehmens, Wachstum über Akquisitionen und Erweiterungsinvestitionen oder die Finanzierung von Initiativen zur Green Transition und Digitalisierung. Dies sind nur einige der brennendsten Themen für mittelständische Unternehmen und deren Inhaber. Einhergehend mit diesen Problemstellungen ergibt sich häufig ein Bedarf an Kapital und damit verbunden die Herausforderung, eine tragfähige Finanzierungslösung sowie den passenden Finanzierungspartner zu finden.

Auf der Fremdkapitalseite lag traditionell eine Konzentration für Finanzierungslösungen bei den Betriebsmittel-Finanzierungen der Hausbanken, Immobilienfinanzierungen, Factoring, Leasing und in vereinzelt Fällen auch Mezzanine-Kapital. Diese Fremdfinanzierungsbausteine sind attraktiv für mittelständische Unternehmen mit langjähriger Hausbankbeziehung und freien dinglichen Sicherheiten im Rahmen des normalen operativen Geschäfts. Außerhalb von klassischen Betriebsmittelfinanzierungen, Avallinien und grundschuldbesicherten Investitionskrediten sind viele unternehmerische Herausforderungen oftmals nicht oder nicht vollständig über die Hausbanken darstellbar – sei es aufgrund der Komplexität, der Höhe des Finanzierungsbedarfs oder angesichts der geforderten oder notwendigen (unternehmerischen) Flexibilität.

Gewisse Industriesektoren, wie z.B. Einzelhandelsunternehmen oder Automobilzulieferer sowie Unternehmen mit einer starken Abhängigkeit von Lieferketten, Rohstoffen oder Energiekosten, tun sich zunehmend schwer, die Kreditausschüsse von Banken von ihrer Kreditwürdigkeit zu überzeugen. Umsatzenschwankungen, vorübergehende Liquiditätserfordernisse oder Einbrüche der Profitabilität haben ebenso negative Auswirkungen auf das interne Kreditrating der Banken. Private Debt ist hier viel flexibler und richtet die Finanzierung flexibel an den Bedürfnissen und an der Cash Flow- und Investitionsplanung des Unternehmens aus.

¹ Handelsblatt online: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/digital-finance/finanzierungen-private-kreditfonds-profitieren-von-strengeren-vorgaben-fuer-banken/28521294.html>

² Deloitte Private Debt Deal Tracker Autumn 2022

³ Unternehmeredition online: <https://www.unternehmeredition.de/kreditfonds-auf-dem-vormarsch/>

Corporate Private Debt – Alternative zu Bankkrediten und Private Equity für Unternehmen und attraktive Anlageklasse für institutionelle Investoren

Ebendiese Flexibilität und Schnelligkeit sowie unternehmerische Sichtweise und maßgeschneiderte Finanzierungsstrukturen schätzen inhabergeführte Unternehmen an der Zusammenarbeit mit Private Debt Fonds. Die Struktur des Darlehens ist in der Regel maßgeschneidert für die Bedürfnisse des Unternehmens hinsichtlich Laufzeiten und der Bezahlmodalitäten der Zinsen (z.B. Liquiditätssparend über kapitalisierende Zinsen, zahlbar am Ende der Laufzeit).

Endfällige Darlehen, teilweise tilgende Darlehen und auch komplexe Strukturen wie das schrittweise Übergeben an die nächste Generation oder ein Managementteam, sowie das Herauslösen von Mitgesellschaftern können von Kreditfonds dargestellt werden. Private Debt kann die Finanzierungslösung vollständig am spezifischen Bedarf und an der Cashflow-Planung des Unternehmens ausrichten. Private Debt Finanzierungslösungen sind üblicherweise ähnlich strukturiert wie herkömmliche Akquisitionskredite oder Konsortialkredite mit einer Besicherung der Unternehmensanteile, der wesentlichen Vermögensgegenstände und gegebenenfalls Garantien. Hierbei variieren aber die Besicherung, die Zinsen wie auch Bearbeitungsgebühren oder etwaige erfolgsabhängige Vergütungselemente je nach Art und Komplexität der unterschiedlichen Finanzierungsvorhaben.

Grenzen von Corporate Private Debt sind vergleichbar mit denen einer klassischen Unternehmensfinanzierung. Der Unternehmens- und oder Sicherheiten-Wert bestimmt in der Regel die Höhe des Beleihungswertes in Kombination mit der unternehmensspezifischen Bonitäts- und Businessplan-Analyse sowie der Verschuldungskapazität und Kapitaldienstfähigkeit. Grundsätzlich finden aber eben nicht nur Unternehmen mit soliden Geschäftsmodellen und guten Wachstumsaussichten eine Finanzierungslösung über Private Debt, sondern auch Unternehmen, die eine höhere Komplexität aufweisen, einen höheren Finanzierungsbedarf haben und für traditionelle Finanzierer eher ausscheiden.

Alternative zu Private Equity

Private Equity hat sich als Finanzierungsalternative für Nachfolge- und Wachstumssituationen in Deutschland bereits seit Jahren etabliert und wird – meist auch berechtigt - bei den Anlegern für die großen Erfolge der Wachstumjahre seit der Finanzkrise gefeiert. Jedoch ist Private Equity nicht für jeden Unternehmer die favorisierte Lösung. Erschwerende Faktoren sind häufig die Abgabe von Kontrolle an einen Mitgesellschafter, die erforderliche strategische Ausrichtung des Unternehmens am Exit-Horizont des Private Equity Fonds (auch bei Investitionsentscheidungen), der teilweise sehr hohe Verschuldungsgrad und die hohe Zinsbelastung aus der Akquisitionsfinanzierung. Nicht immer unterstützen die Eigenkapital Partner

dann auch die langfristigen strategischen Unternehmensziele des Unternehmers.

Corporate Private Debt bietet hier neue Lösungsoptionen für Unternehmen und deren Gesellschafter, ergänzt die bestehende Finanzierungslandschaft und schließt die oft substanzielle Lücke für unternehmerisches Kapital ohne Kontrollverlust. Folgende Vorteile von Private Debt zu den oben genannten etablierten Finanzierungsformen sind hervorzuheben:

- Flexible Kreditstrukturierung – endfällige Darlehen mit kapitalisierenden Zinsen erhöhen die Liquiditätsbasis des Unternehmens für Wachstum und Investitionen
- Kein Kontrollverlust / keine zusätzlichen Gesellschafter und deshalb auch keine gesellschaftsrechtlichen Regelungen notwendig (z.B. Minderheitenrechte)
- Kein Exit-Druck durch den Verkauf des Unternehmens – das Unternehmen kann im Eigentum verbleiben und eine Rückführung erfolgt über Zeit durch Refinanzierung und Tilgungen orientiert an der Verschuldungs- und Tilgungsfähigkeit des Unternehmens
- Verlässlicher und langfristiger Finanzierungspartner, der auch zusätzliche Linien für Akquisitionen und Investitionen in der Regel bereitstellt und auch mit Rat & Tat zur Verfügung steht
- Unternehmer behält die Option, die Früchte des Erfolges und des unternehmerischen Risikos zu behalten und die Wertsteigerung des Unternehmens vollständig selbst zu vereinnahmen.

Attraktive Anlageklasse für institutionelle Investoren

Auch für institutionelle Investoren bietet Corporate Private Debt als Anlageklasse zahlreiche Vorteile und Alleinstellungsmerkmale im Vergleich zu anderen Alternative Investments und klassischen Private Equity Akquisitionsfinanzierungen.

Inhabergeführte Unternehmen stellen das Rückgrat der europäischen Wirtschaft dar. Um die langfristige Wettbewerbsfähigkeit zu erhalten und die kapital- und ressourcenintensive Transformation hin zu Green Energy und die Investitionen in die fortschreitende Digitalisierung bewältigen zu können, brauchen die Unternehmen zusätzliche Finanzmittel und eine solide Kapitaldecke. Diese Mittel werden nicht vollständig von Banken bereitgestellt. Kreditfonds stellen dabei gerade für mittelständische Unternehmen einen wesentlichen Finanzierungsbaustein dar und der Bedarf für die Anlageklasse Private Debt wächst stetig.

Im Gegensatz zu Finanzierungen für Private Equity Transaktionen stehen bei den inhabergeführten Unternehmern eben nicht Gewinnmaximierung, Zinsmarge, Covenants und die Maximierung

Corporate Private Debt – Alternative zu Bankkrediten und Private Equity für Unternehmen und attraktive Anlageklasse für institutionelle Investoren

des Verschuldungsgrades im Vordergrund. Wesentlich wichtiger ist die Flexibilität der Finanzierung, ein gesundes Vertrauensverhältnis und eine langfristige Partnerschaft, die sich sehr positiv auf das Risikoprofil der Finanzierung auswirkt.

Da Unternehmer in der Regel den Großteil ihres Vermögens im eigenen Unternehmen gebunden haben, ist die so wichtige Interessenkongruenz mit den Anforderungen eines Privat Debt Fonds von Anfang an gegeben. Ein ebenfalls nicht zu vernachlässigender Faktor ist zudem der direkte Zugang zu Informationen und Management sowie die detaillierte, eigens durchgeführte Due Diligence des Private Debt-Anbieters im Gegensatz zu externen Vendor Due Diligence Berichten.

Dazu braucht es sehr erfahrene, gut ausgebildete und lokale Privat Debt Teams, die Wertschätzung und Verständnis für den Mittelstand und die Unabhängigkeit der Familienbetriebe aufbringen. In der Regel läuft die Due Diligence so deutlich effizienter und spezifischer und sorgt für bessere und detailliertere Informationen mit Zugang zu den Unternehmern und Managementteams. Ebenfalls erlauben die maßgeschneiderten Finanzierungsdokumente eine ausgewogene Mischung aus Flexibilität und Absicherung. Voll besicherte vorrangige Kredite mit hervorragender Downside Protection, deutlich weniger Konkurrenzdruck und eine maßgeschneiderte Kreditdokumentation sind die Garanten für eine attraktive risiko-adjustierte Rendite für institutionelle Investoren in die Anlageklasse Corporate Private Debt.

Ausblick

Für die Zukunft ist klar – Corporate Private Debt hat seinen festen Platz in der Finanzierungslandschaft und wird ein zunehmend wichtigerer Baustein, um die Herausforderungen des Mittelstands zu meistern, damit der Unternehmensverkauf nicht der letzte Ausweg ist. Um hier weiter Fuß zu fassen, ist noch einiges an Aufklärungsarbeit über die Vorteile und Lösungsmöglichkeiten im Rahmen von Corporate Private Debt notwendig. Kreditfonds leisten zunehmend einen wichtigen Beitrag für die Erfüllung unternehmerischer Visionen, die Transformation des europäischen Mittelstandes und die Förderung des europäischen Wirtschaftsmotors. Damit bietet sich Corporate Private Debt als eine echte attraktive Alternative zu Private Equity-Finanzierungen an.

Für institutionelle Investoren bietet Corporate Private Debt ein spannendes Risiko-Rendite Profil mit Unternehmenskrediten, bei denen nicht der niedrigste Preis und der maximale Verschuldungsgrad ausschlaggebend für eine Finanzierung sind, sondern die Strukturierung von Komplexität, Sparringspartnerschaft und einer engen Beziehung zum Unternehmen. Damit kann Corporate Private Debt - auch im Vergleich zu Private Equity - sehr attraktive risikoadjustierte Renditen realisieren.

Kontakt und Autoren:

ELF Capital Group
Eurotheum, 18. Stock
Neue Mainzer Strasse 66-68
60311 Frankfurt

Florian Wimpff
Director
E-Mail: fw@elfcap.com

Philipp Dambach
Principal
E-Mail: pd@elfcap.com

The value of embedding ESG in due diligence

By putting ESG at the heart of due diligence in private debt investing, lenders can focus on sustainable companies that will deliver better investor outcomes over time.

Why should investors consider ESG when conducting due diligence as we go into a more recessionary period?

Investors should always consider ESG when conducting due diligence – even more so during a recessionary period.

We firmly believe that ESG should be a core part of due diligence, both to derisk an investment from a credit perspective and because – given the increasing regulatory focus on ESG – it is increasingly important to avoid potential material regulatory risks arising through the life of a loan.

Taking this one step further, in a recession and a complex geopolitical environment, gaining access to capital is much harder than it has been for a long time. Incorporating ESG risk into your analysis not only means that you will be lending to more sustainable companies, it also means you will back companies that will continue to have a higher chance of accessing the capital markets going forwards. If there are two companies and one does not focus on ESG and the other does, it is now common to find a greater willingness among lenders to provide capital to the latter over the former. In the mid-market, businesses increasingly appreciate that there are real implications for those who do not take ESG seriously, in the same way public markets have had to adapt over the past decade or so. Our firm belief is that sustainable companies are stronger companies that will ultimately deliver better investor outcomes over time.

What are the key things to focus on when conducting due diligence?

Due diligence carried out at a company level is usually comprehensive. It will include the traditional elements including company fundamentals, the macro environment, the capital structure, how the company has performed in previous recessions, and so on. The challenge now is to embed a full ESG assessment into the structured due diligence process. To make this assessment successful, it is helpful to have access to a team of fundamental research analysts and ESG analysts in addition to a private credit team. This provides a deep level of granularity and insight and enables the provider to separate out all the different risks and opportunities – in terms of what is ESG and what is normal credit work – because a company that is not strong on ESG may eventually be impacted in an economic manner.

A good example of the intertwined risks is a consumer products company that holds consumer data, where data protection and the safeguarding of customer information is very much an ESG issue.



Michael Curtis
Head of Private Credit
Strategies,
Fidelity International

ESG analysis is about looking at the policies and procedures in place to safeguard customer data. Ignoring these and focusing only on traditional financial analysis could ignore the risk of being exposed to a company that is at risk of significant fines for not treating customer data appropriately. Only a broad knowledge base allows you to understand what best-in-class looks like, and this also enables you to materiality map investee companies, to what is important in their respective industries.

“ The due diligence process for direct lending takes multiple weeks

An ESG assessment will be very different for a software company versus a consumer staples company. Therefore, the applied framework should assign a company to a subsector and then outlines what should be the focus of an ESG assessment in relation to environmental, social and governance factors. In addition, it makes sense that the same analysts who are responsible for fundamental research also carry out the thorough assessment of the company according to ESG criteria in order to produce an appropriate ESG rating for each company.

At what stage of the process do you consider ESG?

We certainly look at ESG factors at the outset, but the due diligence process for direct lending takes multiple weeks and has different stages, with ESG analysis featuring throughout. This includes during our loan documentation negotiations because we will be looking for commitments from borrowers that pertain to ESG.

A key factor in our perception and rating of a business is our assessment of what that company's general commitment is to engagement and change on ESG. You can send a 160-page questionnaire to a company to fill out and they can respond, but we are not just looking for disclosure, but a genuine assurance from companies to commit to substantive ESG targets.

The value of embedding ESG in due diligence

Once we actually complete the investment, we then look to engage with the borrower on ESG as part of our regular catch-ups with sponsors and management teams. These typically take place once a quarter and ESG will be a topic of conversation. We also carry out an independent quarterly portfolio review, with ESG assessed during those reviews, alongside the financial performance of the companies.

How do the private markets differ from the public space?

What can private markets learn from public? And are there attributes within private markets that are beneficial compared with public markets? The public markets have traditionally been ahead of the private markets on implementing ESG, and of course there are additional challenges for private markets. A large part of this is because – from a private equity sponsor perspective – ESG has only become more of a core focus relatively recently. For a long time, the primary approach has focused on exclusion criteria and this created the lag in private markets, rather than any inherent difference between public and private companies.

Although ESG has long been an important part of our analysis in the private markets, we have more recently been able to supplement our approach by drawing on and implementing our substantial public framework with an even more defined framework and more substantial data, which has accelerated our expertise on the private markets side.

For example, when we launched our CLO management business in 2021, we led the market on ESG by being the first CLO to align to Article 8. There were more than 60 managers in the European CLO market, and who all had detailed ESG policies, but almost all of those were exclusion-criteria based.

We were the first, even though the CLO market had been around for 20 years, to not only score all our names on ESG but to commit to

specific ESG targets in our CLO documentation. The majority of our investments in the CLO are in what we consider to be sustainable companies based on our ratings methodology.

In the direct lending market, it is a similar process, and we are able to bring the expertise we have developed within our syndicated loans business and our public markets business to our direct lending capability. In fact, in private markets, we are generally able to have substantially more influence because of the direct relationship we have with the borrower and the sponsor. Moreover, the duration of our expected relationship with the borrower creates significant potential to make ESG impact.

How do you ensure management oversight through the life of the loan?

As a direct lender, we catch up with management on a regular basis, normally at least quarterly, and our investee companies are subject to specific reporting requirements. Incorporated into these reporting requirements will be ESG considerations – we will require companies to report on the KPIs we agreed with them as part of our investment plan.

Reporting is reviewed by our investment committee throughout the life of the loan, so it is very much a case of active monitoring and continuous dialogue with our borrowers in an ESG context. We are dedicating resources to the specific oversight of ESG and to delivering our ESG strategy for direct lending, as well as driving forward engagement and oversight.

In addition to the oversight carried out by the investment team, who are monitoring the transaction over its lifetime, we also have specific governance and oversight activity to monitor ESG progress. These include the Fidelity Sustainable Investing Oversight Committee and Compliance Function, which ensure we are delivering the ESG commitments we make to our investors.

How should investors approach their own due diligence on ESG?

There are lots of products that declare they champion sustainability and show off convincing ESG policies, but having a policy is not the same as ESG being an authentic part of a manager's investment philosophy and process. Investors have to do their own due diligence and seek out managers that share their values when it comes to ESG, and assess who they believe will deliver on these values.

Investors need to ask detailed questions around a manager's philosophy, values and policies, as well as the frameworks they use to assess the companies that they lend to. Does a manager use

third-party providers or does it have its own proprietary framework? Is it a framework that purely assesses what disclosures are available from the company, or does it try to understand what the company is doing on both a qualitative and quantitative basis? There are many people out there selecting two or three KPIs, such as carbon emissions targets, but they are not all asking how the KPIs really relate to a specific industry or business.

Fidelity has had the advantage of building private credit investment strategies with ESG at the centre from the outset. We have had a positive response on our proposition from investors and borrowers alike in the private and specialist credit capabilities we have built.

The value of embedding ESG in due diligence

Risk Warnings

- Investments in private markets are highly illiquid and therefore unsuitable for investors who cannot hold their investments for a long time (at least 10 years).
- The value of investments and the income from them may fall or rise, so you/clients may get back less than the amount invested.
- Past performance is not a reliable indicator of future returns.

Important Information

This is a marketing communication. This information must not be reproduced or circulated without prior permission. This information is intended for professional clients only and not a suitable basis for the general public or private investors.

Fidelity only offers information on products and services and does not provide investment advice based on individual circumstances, other than when specifically stipulated by an appropriately authorised firm, in a formal communication with the client.

Fidelity International refers to the group of companies which form the global investment management organisation that provides information on products and services in designated jurisdictions outside of North America. This communication is not directed at and must not be acted upon by persons inside the United States and is otherwise only directed at persons residing in jurisdictions where the relevant funds are authorised for distribution or where no such authorisation is required. It is your responsibility to ensure that any service, security, investment, fund or product outlined is available in your jurisdiction before any approach is made to Fidelity International.

Unless otherwise stated all products and services are provided by Fidelity International, and all views expressed are those of Fidelity International. Fidelity, Fidelity International, the Fidelity International logo and F symbol are registered trademarks of FIL Limited. Investors should note that the views expressed may no

longer be current and may have already been acted upon by Fidelity. The research and analysis used in this documentation is gathered by Fidelity for its use as an investment manager and may have already been acted upon for its own purposes. This material was created by Fidelity International.

For German Institutional clients issued by FIL (Luxembourg) S.A., 2a, rue Albert Borschette BP 2174 L-1021 Luxembourg.

Investors/ potential investors can obtain information on their respective rights regarding complaints and litigation in English here: [Complaints handling policy](#) (fidelity.lu) and in German here: [Beschwerdemanagement](#) (fidelity.de). The information above includes disclosure requirements of the fund's management company according to Regulation (EU) 2019/1156.

Unless stated differently, information dated as of November 2022. MK14812

Kontakt:

Fidelity International
Kastanienhöhe 1
D-61476 Kronberg im Taunus
www.fidelityinstitutional.de

Annika Milz
Co-Head Institutionelle Kunden Europa
Telefon: +49 160 9544 0352
E-Mail: annika.milz@fil.com

Schnallen Sie sich an – an den Kreditmärkten wird es turbulent

Die Investmentexperten von Benefit Street Partners fassen in ihrem Marktausblick für 2023 die wesentlichen Entwicklungen an den Kreditmärkten zusammen und gehen der Frage nach, wie Investoren am besten von Marktverwerfungen profitieren können, die den Auftakt eines attraktiven Umfelds für Special Situations-Anlagen markieren.

Schnallen Sie sich an – an den Kreditmärkten wird es turbulent. Ereignisse, die bislang unwahrscheinlich schienen – hohe Inflation, begrenzte Instrumente der Zentralbanken, steigende Zinsen, ein unerwarteter Krieg, nachlassendes globales Wachstum, Margenkompression, sind nun alle Realität. Die Konjunktur- und Marktaussichten sind unsicher. Ist das eine Anomalie? Größtenteils nein. Zwar sind Krieg und eine enorm hohe Inflation sicherlich nicht die Norm, aber viele dynamische Faktoren decken sich mit den Rahmenbedingungen, die jahrzehntlang vor der globalen Finanzkrise herrschten – eine Ära, in der sich immer wieder Anlagechancen im Bereich Special Situations ergaben. Allerdings besteht zwischen den beiden Epochen ein wesentlicher Unterschied: Ein massiver Schuldtitelmarkt, der durch die Explosion des Marktvolumens im Bereich Leveraged Finance angeheizt wurde.

Wesentliche Erkenntnisse

- Das Ende der äußerst außergewöhnlichen Ära nach der globalen Finanzkrise steht kurz bevor. Die traditionellen Konjunkturzyklen und die operative Umgebung, die durch höhere Kapitalkosten, anhaltende Verwerfungen und eine Vielzahl von Anlagemöglichkeiten gekennzeichnet sind, kehren zurück.
- Das Volumen an den Märkten für Leveraged Credit hat sich mehr als verdoppelt (heute USD 4,2 Bio. gegenüber lediglich USD 1,7 Bio. im Jahr 2010), wodurch eine beispiellose Hebelung im Finanz-Ökosystem entstanden ist.¹
- Makroökonomischer Gegenwind und eine unsichere Umsatzentwicklung ohne die Puffer des Nullzinsumfelds und der Liquiditätsspritzen der Zentralbanken sorgen für Volatilität und Streuung am Markt.
- Die Anlagemöglichkeiten bei unter Druck geratenen oder notleidenden Schuldtiteln haben sich im bisherigen Jahresverlauf um ca. 400 % erhöht, von USD 75 Mrd. auf beinahe USD 300 Mrd.²
- Zahlreiche Möglichkeiten für aktienähnliche Renditen bei Schuldtiteln, sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarkt; Anlagechancen und Renditepotenzial können im Falle einer anhaltenden weltweiten Rezession erheblich steigen.



Ray Costa
Managing Director und Head
of Special Situations,
Benefit Street Partners,
A Franklin Templeton Manager

- In einem unsicheren Umfeld ist es unserer Meinung nach sinnvoll, sich in einem Portfolio zu positionieren, das sich auf die Anlagendeckung in Branchen konzentriert, die historisch gesehen rezessionsbeständig sind.

Nach der globalen Finanzkrise Rückkehr zum Durchschnitt

Es schien als ob niedrige Zinsen, eine in ihrer Ausrichtung gemäßigte Federal Reserve (Fed) und die einfache Liquidität nach der globalen Finanzkrise für immer andauern würden. Niedrige Kapitalkosten, kreditnehmerfreundliche Bedingungen und Zentralbanken, die bereit waren, jedes kleine Problem bei den Finanzbedingungen mit erheblichen Liquiditätsspritzen im Keim zu ersticken, ebneten den Weg für eine massive Emission von Schuldtiteln. Die Märkte für Leveraged Credit wuchsen um ca. 150 % von USD 1,7 Bio. im Jahr 2010 auf über USD 4,2 Bio. im Jahr 2022.³ Und dann kam das Unerwartete. Eine Pandemie, Lieferkettenprobleme und Arbeitskräftemangel haben in Verbindung mit einem enormen Geldmengenwachstum zu einem Inflationsniveau geführt, wie es seit Jahrzehnten nicht mehr zu beobachten war. Scheinbar der Inflationsentwicklung hinterherhinkend, waren die Zentralbanken zu drastischen Zinserhöhungen gezwungen, was unweigerlich das weltweite Wachstum verlangsamte. Diese höhere Inflation und die Auswirkungen der Zinsentwicklung und der Zentralbankaktivitäten lassen uns vermuten, dass die Kreditmärkte sich auf ein weitaus weniger nachsichtiges Umfeld für Kreditnehmer einstellen müssen, das eher an die späten 1990er und frühen 2000er Jahre erinnert. Befeuert durch einen Anstieg von Leitzinsen und Spreads, sind die Kapitalkosten für US-Unternehmen 2022 dramatisch gestiegen.

1 Die Marktgröße für Leveraged Credit umfasst den Dollarwert umlaufender Hochzins-Unternehmensanleihen und breit syndizierter Leveraged Loans, zusätzlich zur Liquidität im Bereich Private Credit. Quellen: Goldman Sachs Global Investment Research und Preqin.

2 Definiert als Kredite mit Spreads größer 1.000 Basispunkte (Bp.) und Anleihen, die unter 80 notieren. Quelle: Bloomberg, Stand: 30. Dezember 2022.

3 Die Marktgröße für Leveraged Credit umfasst den Dollarwert umlaufender Hochzins-Unternehmensanleihen und breit syndizierter Leveraged Loans, zusätzlich zur Liquidität im Bereich Private Credit. Quellen: Goldman Sachs Global Investment Research und Preqin.

Schnallen Sie sich an – an den Kreditmärkten wird es turbulent

Übergang von der Ära nach der globalen Finanzkrise zu einem neuen Paradigma

Abbildung 1: Veränderte Marktbedingungen sollten Chancen bei notleidenden Schuldtiteln steigern

	Späte 90er bis zur globalen Finanzkrise	Post-globale Finanzkrise	Ab 2022
1. Inflation	2,5 % <i>Durchschnittlicher VPI</i>	1,9 % <i>Durchschnittlicher VPI</i>	7,1 % <i>Aktueller VPI</i>
2. Fed	USD 814 Mrd. <i>Durchschnittliche Fed-Bilanzsumme</i>	USD 2,1 Bio. USD 8,8 Bio. <i>Zunahme der Fed-Bilanzsumme</i>	Intervention der Fed?
3. Kapitalkosten	10,6 % <i>High Yield YTW Durchschnitt</i>	6,6 % <i>High Yield YTW Durchschnitt</i>	9,0 % <i>High Yield YTW aktuell</i>
4. Globalisierung	Steigend	Höchststand	Fallend
5. Finanzmärkte	Bestrafen von Fehlern	Verzeihen von Fehlern	Bestrafen von Fehlern

Chancen bei notleidenden Schuldtiteln	↑	↓	↑
--	---	---	---

Stand: Dezember 2022 | Quelle: Bloomberg. VPI = US-Verbraucherpreisindex

In der Zeit nach der globalen Finanzkrise betrug die Yield-to-Worst (YTW) für US-Hochzinsanleihen im Durchschnitt 6,6 %; Ende 2022 erreichte sie sogar 9,6 %.⁴ Auch das Marktverhalten hat sich verändert. Finanzielle Fehler werden nicht mehr verziehen. Verfehlte Gewinnziele, ein höherer Verschuldungsgrad und die Bekanntgabe von schwachen Prognosen sind nun strafbare Vergehen. Konjunkturzyklen und Verschuldung könnten für Unternehmen zu einer deutlich größeren Herausforderung werden und regelmäßige Chancen schaffen, ganz im Gegensatz zum episodischen Zyklus von Boom und Scheitern, dem Markenzeichen der Welt nach der globalen Finanzkrise.

Erste Anzeichen für zahlreiche Anlagemöglichkeiten

In weniger als zwei Quartalen haben die Anlagemöglichkeiten im Bereich der unter Druck geratenen bzw. notleidenden Schuldtitel um nahezu 400 % zugenommen (von USD 75 Mrd. auf USD 300 Mrd.)⁵ – und das ohne einen konkreten „Schock“ für das Finanzsystem. Eine Rezession, die in den nächsten sechs bis zwölf Monaten wahrscheinlich ist, würde diese Möglichkeiten sogar noch steigern. Eine Redewendung, die viele vergessen (oder noch nie gehört) hatten, taucht allmählich wieder auf: „gutes Unternehmen, schlechte Bilanz“.

Um die typischen Renditeziele für Special Situations zu erreichen, waren die Investoren vor 2022 gezwungen, sich auf schwierige Unternehmen zu konzentrieren, die sehr arbeitsintensiv und unregelmäßig sind, und das oft zu höheren Preisen. Heute ist die unternehmerische Flexibilität durch hohe Kapitalkosten und strengere Finanzierungsbedingungen eingeschränkt. Dies kann dazu führen, dass gute Unternehmen, denen Fehler unterlaufen sind, unter Druck geraten und dies bietet sehr attraktive Möglichkeiten für Investoren im Bereich Special Situations. Nach unserer Auffassung dürften sich durch ein erweitertes Chancenspektrum und die Möglichkeit, gute Unternehmen mit einem Abschlag zu kaufen und die Lücke mit prozessorientierten Katalysatoren zu schließen, sehr attraktive Renditen erwirtschaften lassen, bei gleichzeitiger Begrenzung des Abwärtsrisikos.

⁴ Daten für den ICE BofA US High Yield Index bezogen über Bloomberg per 31. Dezember 2022. Indizes werden nicht verwaltet und es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Gebühren, Kosten und Ausgabeaufschläge sind nicht berücksichtigt. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftigen Renditen.

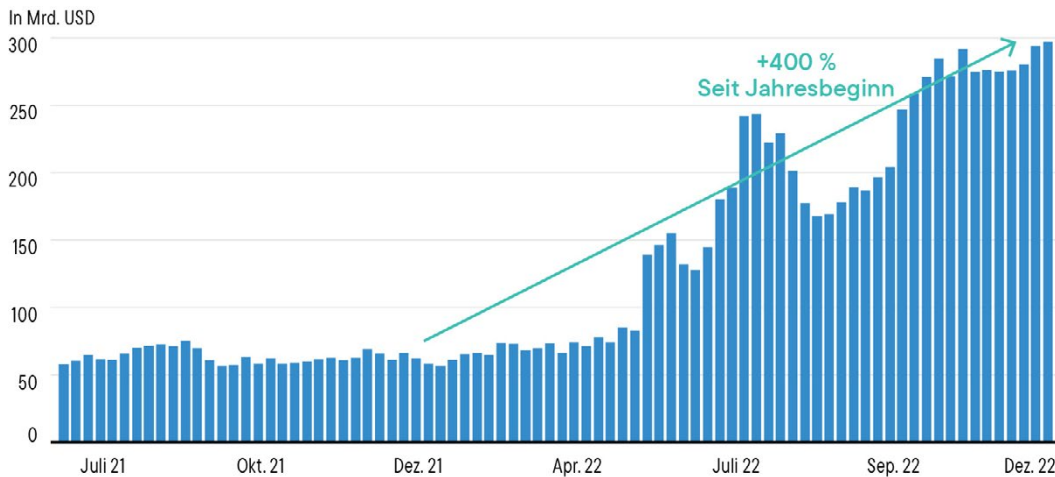
⁵ Definiert als Kredite mit Spreads größer 1.000 (Bp.) und Anleihen, die unter 80 notieren. Quelle: Bloomberg, Stand: 30. Dezember 2022.

Schnallen Sie sich an – an den Kreditmärkten wird es turbulent

Warum auf Spreads warten? Oder auf eine Rezession?

Markt für notleidende Schuldtitel heizt sich auf

Abbildung 2: Volumen von US-Unternehmensanleihen und -krediten, die auf notleidendem Niveau notieren, nähert sich USD 300 Mrd.



Stand: Dezember 2022 | Quelle: Bloomberg. Hinweis: Auf US-Dollar lautende Unternehmensanleihen und -kredite in Nord- und Südamerika, die auf notleidendem Niveau gehandelt werden umfassen Unternehmensanleihen, die mit Spreads von mehr als 1.000 Basispunkten gehandelt werden sowie Kredite, die unter 80 Cent pro Dollar notieren.

Der Hang, den Fokus auf Spreads zu legen (die im Vergleich zu früheren Verwerfungen durchaus noch reichlich Ausweitungsspielraum haben), hat die Tatsache überlagert, dass die absoluten Renditen bei Schuldtiteln attraktiv sind. Die Zinssätze für fünfjährige US-Staatsanleihen sind von ca. 1 % Ende 2021 auf knapp 4 % Ende Dezember 2022 gestiegen. Die Dollarpreise am US-Hochzinsmarkt sind auf dem niedrigsten

Stand seit der globalen Finanzkrise, wenn man die sehr kurze China-/Rohstoffkrise und die Corona-Pandemie ausklammert. Die Primärmärkte haben sich abgekühlt und damit ist der Zugang der Kreditnehmer zu dem bislang gewohnten leichtem Kapital eingeschränkt. Dies führt sowohl zu höheren Kreditkosten als auch zu höherem Interesse an kreativen Kapitallösungen.

Absolute Renditen bei Schuldtiteln bereits attraktiv

Abbildung 3: Merrill Lynch High Yield Index Dollarkurs

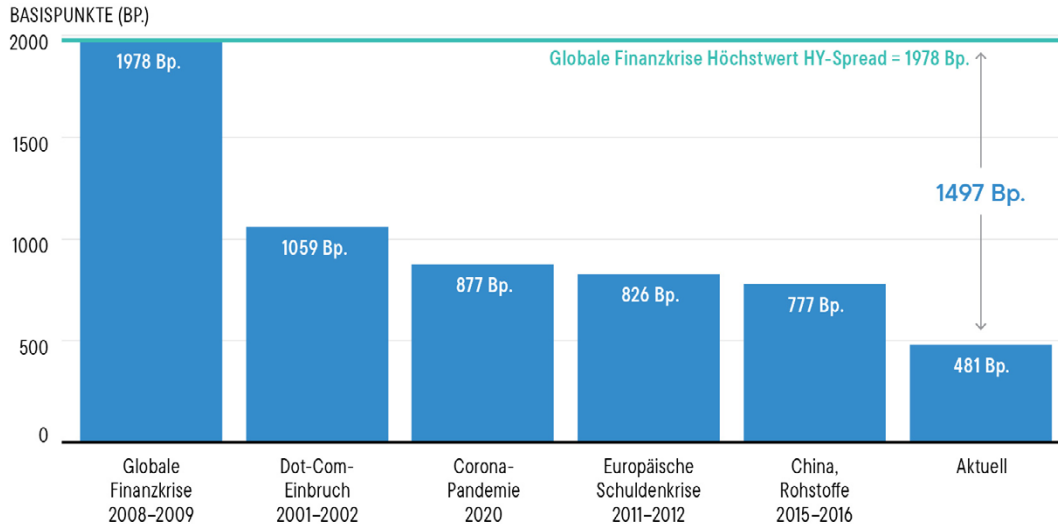


Stand: Dezember 2022 | Quelle: Bloomberg. Der Merrill Lynch High Yield Index bildet die Wertentwicklung von auf US-Dollar lautenden, öffentlich auf dem US-Inlandsmarkt begebenen Unternehmensanleihen mit Ratings unter Investment Grade ab. Indizes werden nicht verwaltet und es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Gebühren, Kosten und Ausgabeaufschläge sind nicht berücksichtigt. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftigen Renditen.

Schnallen Sie sich an – an den Kreditmärkten wird es turbulent

Reichlich Spielraum für weitere Spreadausweitung

Abbildung 4: Merrill Lynch High Yield Index-Spread erreicht in Phasen angespannter Kreditmärkte Höchststände



Stand: Dezember 2022 | Quellen: Barclays Research, Bloomberg. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftigen Renditen.**

Gleichzeitig beeinträchtigt der Inflationsdruck erheblich die Margen und die Rentabilität der Unternehmen; in der Konsequenz haben immer mehr Firmen kurzfristigen Kapitalbedarf. Das sind derzeit die beiden entscheidenden Faktoren, aus denen sich Chancen am Primär- und am Sekundärmarkt ergeben. Eine Rezession würde eine bereits attraktive Investmentlandschaft noch erweitern und damit enorme Möglichkeiten schaffen, sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarkt noch rentablere Anlagen zu identifizieren. Allerdings ist der Versuch, den Tiefpunkt abzapfen, nie ratsam – man könnte sonst den Anschluss komplett verpassen. Der richtige Zeitpunkt ist jetzt. Historische Ausschläge bei Kursen und Renditen haben bereits eingesetzt und schaffen Investitionen mit unkorrelierten, ereignisgesteuerten Katalysatoren, günstigeren Anknüpfungspunkten, Vergütung für den Prozess, Konvexität bei Zinsänderungen und einem Schutz vor Verlusten durch niedrigere Preise.

Fazit

An den aktuellen Märkten eröffnen sich attraktive Möglichkeiten bei Schuldtiteln, die man nicht ignorieren kann, selbst wenn man höchst unsichere Negativfaktoren und ein Übermaß an Leverage berücksichtigt. Das beste Risiko-Ertrags-Profil bietet aus unserer Sicht derzeit ein Portfolio mit unkorrelierten und maßgeschneiderten prozessorientierten Investments, ereignisgesteuerten Themen und Titeln, die auch in einem von Rezession und Inflation geprägten Umfeld bestehen können. Die aktuelle Dynamik schafft diese Anlagemöglichkeiten mit einer höheren Konvexität bei niedrigeren Preisen und niedrigeren Anknüpfungspunkten. Unseres Erachtens ist es klug, heute schon Kapazitäten zuzuweisen, um Mittel jetzt und für ein zunehmendes Chancenspektrum einsetzen zu führender alternativer Investmentmanager können.

Die Plattform von Benefit Street Partners (BSP) / Alcentra ist einer der weltweit führenden Investmentmanager mit Credit-Schwerpunkt und verfügt über mehr als 34 Jahre Erfahrung in den Bereichen Private Debt, Special Situations, Structured Credit, Collateralized Loan Obligations, Liquid Credit und Real Estate Lending.

[Erfahren Sie mehr über unsere alternativen Anlagestrategien.](#)

Schnallen Sie sich an – an den Kreditmärkten wird es turbulent

WICHTIGE RECHTLICHE HINWEISE

Nur für professionelle Kunden. Nicht zur öffentlichen Verbreitung.

Das vorliegende Material dient ausschließlich der allgemeinen Information. Es ist weder als individuelle Anlageberatung noch als Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf, Verkauf oder Halten eines Wertpapiers oder zur Übernahme einer bestimmten Anlagestrategie zu verstehen. Es stellt keine Rechts- oder Steuerberatung dar. Die zum Ausdruck gebrachten Meinungen sind die des Anlageverwalters. Die Kommentare, Ansichten und Analysen entsprechen dem Datum der Veröffentlichung und können sich ohne Ankündigung ändern. Die vorliegenden Informationen stellen keine vollständige Analyse aller wesentlichen Tatsachen in Bezug auf ein Land, eine Region oder einen Markt dar. Herausgegeben von Franklin Templeton International Services S.à r.l., Niederlassung Deutschland, Mainzer Landstraße 16, 60325 Frankfurt am Main, Tel.: +49 69 27223-0, Fax: +49 69 27223-120, institutional@franklintempleton.de.

Copyright © 2023 Franklin Templeton. Alle Rechte vorbehalten.

Kontakt und Autoren:

Franklin Templeton International Services S.à r.l.
Mainzer Landstrasse 16, 60325 Frankfurt am Main
www.franklintempleton.de

Ray Costa

*Managing Director and Head of Special Situations,
Benefit Street Partners*

Marie Keil-Mouy

Head of Institutional Sales Germany

Telefon: +49 69 27223-552

E-Mail: Marie.Keil-Mouy@franklintempleton.de

Silvia Mischel

BSP/Alcentra Head of Germany

Telefon: +49 69 27223-214

E-Mail: Silvia.Mischel@franklintempleton.de

Impressum

Jahrgang 23 – Ausgabe I

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

Immer besseres Umfeld für Private-Debt-Co-Investments

Investoren, die an der Seite von Kreditfonds Fremdkapital an Unternehmen vergeben, finden derzeit das beste Marktumfeld seit der Finanzkrise vor. Fonds tragen immer häufiger aktiv Deals an sie heran; Dealflo, Volumina und Qualität der Transaktionen nehmen zu.

Das Umfeld für Private-Debt-Co-Investoren ist in den vergangenen zwölf Monaten immer attraktiver geworden. Wer an der Seite eines Private-Debt-Fonds Unternehmen Fremdkapital zur Verfügung stellt, hat mittlerweile eine erheblich größere Auswahl an attraktiven Transaktionen als noch vor einem Jahr. Dazu tragen unterschiedliche Entwicklungen bei.

So setzt sich der Trend, dass Banken bei der Kreditvergabe an Unternehmen immer selektiver und zurückhaltender werden, verstärkt fort. Dafür sorgen schon seit Längerem die Daumenschrauben, die die Regulatoren an die Institute angesetzt haben, und die sie immer enger ziehen. Mit den 2022 aufgeflaminten geopolitischen Spannungen, der Energiekrise und der Inflation sorgen sich die Banken nun auch um die Konjunktur in Deutschland und Europa. Immer mehr Unternehmen,

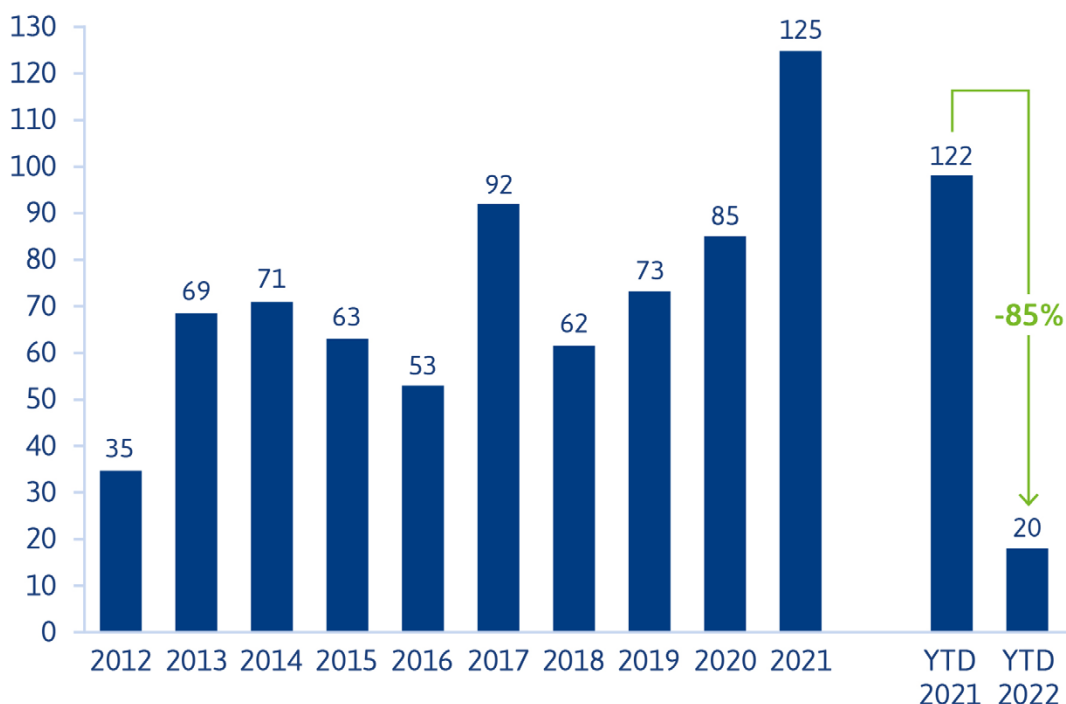


Florian Hofer
Director Investments,
Golding Capital Partners

die in der Vergangenheit problemlos bei ihrer Hausbank Kredit bekommen hatten, werden von dieser nun nicht mehr finanziert, weil die Institute die Ausfallrisiken in ihrem Portfolio im Fall einer Rezession fürchten. Aber auch die liquiden Märkte machen zunehmend dicht: Das Transaktionsvolumen bei europäischen Hochzinsanleihen ist in den elf Monaten bis November 2022 um mehr als 80 Prozent auf nur noch 20 Milliarden Euro eingebrochen.

Europäische Hochzinsanleihen – Jährliches Emissionsvolumen

in € Mrd.



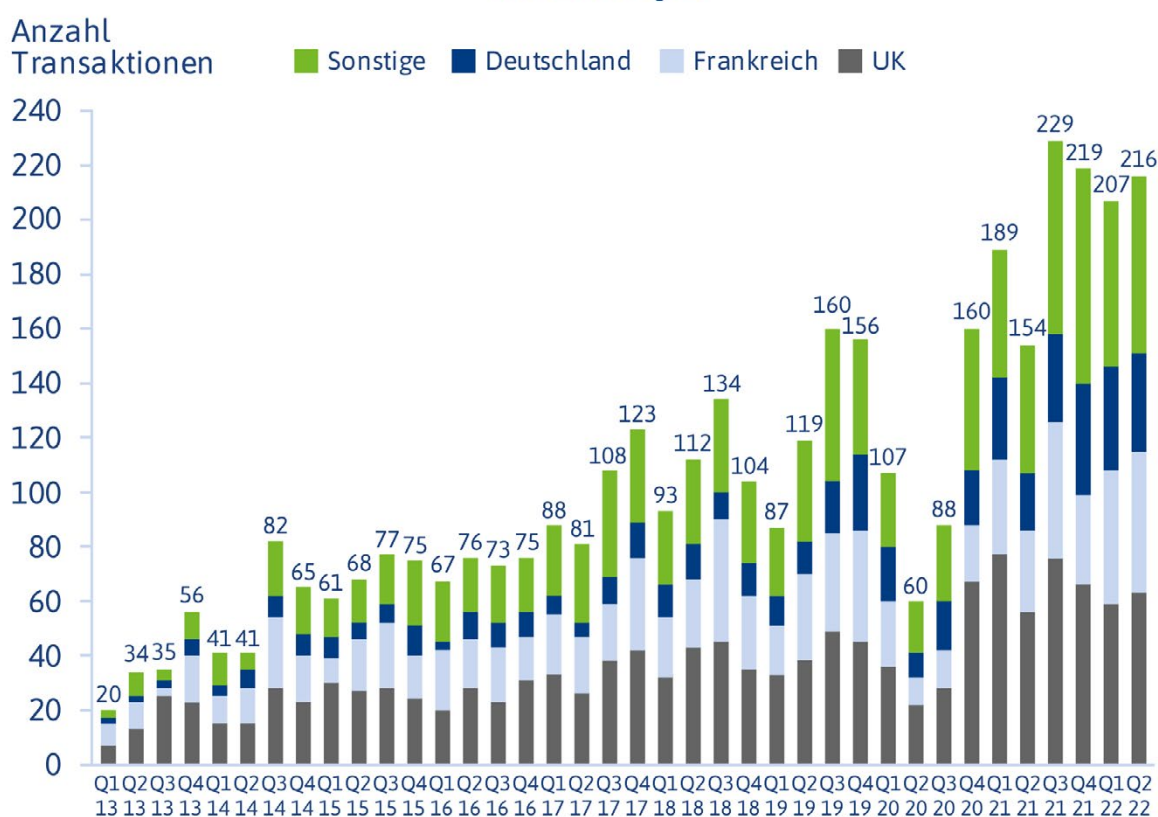
Quelle: LCD (YTD-Daten sind bis und mit November 2022)

Immer besseres Umfeld für Private-Debt-Co-Investments

Der Mittelstand fragt deshalb zunehmend Fremdfinanzierungen bei Private-Debt-Fonds nach. Auch diese beobachten das Marktumfeld genau und lassen noch mehr als vorher die Finger von zyklischen Geschäftsmodellen. Jedoch fallen bei den Banken auch immer häufiger Unternehmen mit Erfolg versprechendem Geschäftsmodell und guter Finanzstärke durch das Raster. Private-Debt-Fonds, die weniger

regulatorischen Restriktionen unterliegen und eine längerfristige Perspektive als die Banken haben, finanzieren solche Unternehmen gerne. Das schlägt sich in der Zahl der europäischen Private-Debt-Transaktionen nieder, die weiterhin nahe ihrem Allzeithoch vom dritten Quartal 2021 liegt. Dabei ist das Vereinigte Königreich der aktivste Private-Debt-Markt, gefolgt von Frankreich und Deutschland.

Private-Debt-Transaktionen in Europa



Quelle: Deloitte Alternative Lender Deal Tracker Q2 2022

Die steigende Nachfrage nach privaten Finanzierungen schlägt sich in spürbar besseren Konditionen für die Kreditgeber nieder. Dazu trägt einerseits das insgesamt höhere Zinsniveau bei. Aber auch die Margen und Gebühren haben im abgelaufenen Jahr im Durchschnitt um etwa einen Prozentpunkt zugelegt. Die stärkere Position von Private-Debt-Gebnern hat auch dazu geführt, dass Kreditnehmer wieder strengere Kreditverträge akzeptieren, die das Risiko für den Kreditgeber senken. Große Kreditnehmer, die sich in der Vergangenheit zumeist zu lockeren Konditionen am liquiden Markt finanziert haben, sind bereit, einschränkende Klauseln, sogenannte Covenants, in privaten Finanzierungen zu dulden. Unter dem Strich hat sich die

prognostizierte Rendite (IRR) von Private-Debt-Transaktionen innerhalb der vergangenen zwölf Monate um mehr als drei Prozentpunkte auf rund zehn Prozent verbessert.

Gleichzeitig hat die Fundraising-Dynamik bei vielen Fonds im letzten Jahr abgenommen. Um Kapital für eventuelle Problemfälle im Portfolio zurückzuhalten und den Anteil einzelner Kredite am gesamten Fonds zu beschränken, haben Fonds ihre Ticketgrößen reduziert. Es kommt daher noch häufiger als in der Vergangenheit vor, dass Co-Investoren mit ins Boot genommen werden müssen.

Auch größere Konzerne fragen Privatkredite nach

Wichtige Veränderungen gibt es in der Struktur der Kreditnehmer. Neu ist, dass nicht nur kleinere mittelständische Firmen, sondern zunehmend auch größere Konzerne private Finanzierungen nachfragen. Dabei sind inzwischen auch Konzerne mit einem EBITDA von 100 oder 150 Millionen Euro, die sich noch vor einem Jahr problemlos über den liquiden Markt finanziert hätten. Das lässt auch die Volumina einzelner Private-Debt-Transaktionen steigen.

Ein prominentes und aktuelles Beispiel ist Ekaterina, die ehemalige Teesparte von Unilever, die der britische Konsumgüterriese im vergangenen Jahr an einen Finanzinvestor verkauft hatte. Zur Finanzierung der Übernahme wurde ein Kredit in Höhe von rund zwei Milliarden Euro von Banken zur Syndizierung zugesagt, welche Medienberichten zufolge aufgrund der Unsicherheit am liquiden Markt erfolglos blieb. In der Folge haben die Banken diesen Kredit nun im vergangenen Herbst an private Kreditfonds veräußert. Wie berichtet wurde, waren die Banken dabei bereit, großzügige Discounts zu gewähren, um die Positionen aus den Büchern zu haben.

Grundsätzlich gehen größere Kreditnehmer mit einer höheren Deal-Qualität einher, da größere Firmen tendenziell bessere Möglichkeiten haben, konjunkturelle Durststrecken zu überstehen. Zugleich pflegen auch die Fonds Investmentdisziplin und vermeiden im aktuellen Umfeld zu große Klumpenrisiken. Während also die gesamten Transaktionsvolumina zunehmen, reduzieren die Fonds ihre eigenen Ticketgrößen. Waren einzelne Fonds vor einem Jahr häufig bereit, Deals von über einer Milliarde Euro zu stemmen, peilen sie nun eher Volumina von 200 bis 300 Millionen Euro an. Um trotzdem bei großen Transaktionen zum Zuge zu kommen, sind sie zunehmend auf Co-Investmentpartner angewiesen, die einen Teil des Finanzierungsvolumens übernehmen.

Das zeigt sich sehr deutlich am Dealfow der Private-Debt-Co-Finanzierer in den vergangenen zwölf Monaten. So wurden an Golding Capital Partners im Jahr 2022 knapp 100 Co-Investment-Deals herangetragen – ein Plus von fast 60 Prozent gegenüber dem Vorjahr und beinahe eine Verdreifachung gegenüber 2020.

Private-Debt-Co-Investoren finden derzeit das beste Umfeld seit der Finanzkrise vor. Während sie in der Vergangenheit bei den großen Kreditfonds darum werben mussten, bei interessanten Deals berücksichtigt zu werden, kommen inzwischen die Fonds aktiv auf Co-Investoren mit gutem Track-Record und direkter Transaktionserfahrung zu. Da auch die Fonds aus einer Vielzahl von Anfragen

auswählen können, sind die Angebote an die Co-Investoren bereits „vorselektiert“ und weisen eine deutlich höhere Qualität auf als noch vor einem Jahr. Im Sinne einer „doppelten Due Diligence“ prüfen die Co-Investoren das Investment selbstverständlich auch selbst.

Dabei kommt es verstärkt auf die Krisenfestigkeit des Kreditnehmers an. Geschäftsmodelle aus zyklischen Branchen haben derzeit kaum Aussichten, einen Privatkredit zu erhalten. Gefragt sind dagegen Unternehmen aus den Bereichen Gesundheit oder Technologie. Auch bei diesen aber achten die Kreditgeber noch stärker als in der Vergangenheit darauf, ob sie sich in vergangenen Rezessionen gut geschlagen haben oder in hohem Maße Umsatzeinbußen verzeichnen mussten.

Eine weiterhin wichtige Rolle spielen dabei der Verschuldungsgrad des Kreditnehmers und dessen Möglichkeiten, mit steigenden Zinsen umzugehen.

Private Debt wird zum Hauptinstrument der Unternehmensfinanzierung

Die beschriebene Entwicklung beschleunigt den Aufstieg von Private Debt von einem Nischenprodukt zum Hauptinstrument der Unternehmensfinanzierung. In den USA und anderen Ländern mit hoch entwickeltem Finanzmarkt sind private Kreditgeber längst die dominierende Fremdkapitalquelle für den Mittelstand. Im besonders konservativen Deutschland halten viele CFOs an der Finanzierung durch die Hausbank fest und ziehen andere Optionen erst dann in Betracht, wenn diese ihrerseits den Geldhahn zudreht.

Das kommt nun immer häufiger vor. Nicht nur wegen der beschriebenen regulatorischen Restriktionen. Eine wichtige Rolle spielt auch der wachsende Spardruck, der auf den Banken lastet. Vor allem die Konkurrenz durch FinTechs nagt an den Erträgen der Institute und zwingt sie, in großem Stil Personal abzubauen und Filialen zu schließen. Damit gehen auch gewachsene Kundenbeziehungen und regionale Nähe verloren. Die Banken verlieren dadurch an Kompetenz, die Zukunftsfähigkeit einzelner Unternehmen einzuschätzen, und lehnen häufiger die Finanzierung auch solcher Geschäftsmodelle ab, die bei näherer Betrachtung sehr aussichtsreich wären.

Private-Debt-Fonds dagegen haben einen anderen, längerfristigen Blick auf zu finanzierende Unternehmen. Zwar achten auch sie auf die Besicherung ihrer Kredite. Doch während die Banken dabei oft das Augenmerk auf harte Assets legen, die sich im Insolvenzfall verwerten lassen, steht für die Fonds die Zukunftsfähigkeit des Geschäftsmodells im Fokus. Dabei verfügen Kreditfonds über erfahrene Investmentexperten, die solche Beurteilungen qualifiziert treffen können.

Immer besseres Umfeld für Private-Debt-Co-Investments

Softwareunternehmen sind ein gut nachvollziehbares Beispiel für die unterschiedliche Betrachtungsweise von Banken und Private-Debt-Investoren. Unabhängig von der aktuellen Marktlage, die dieser robusten Branche in die Hände spielt, finanzieren Private-Debt-Fonds Softwarefirmen grundsätzlich gerne, weil sie ihr Geld mit Lizenzen oder wiederkehrenden „Software-as-a-Service“- (SaaS-) Umsätzen verdienen, deren Cashflows gut planbar sind. Bei Banken dagegen gelten Softwareunternehmen oft als weniger kreditwürdig, weil sie über verhältnismäßig wenig materielles Vermögen verfügen.

Auch wenn noch nicht alle Firmen um die Möglichkeiten von Private Debt wissen, ist mit dauerhaft zunehmendem Interesse vonseiten der Unternehmen zu rechnen. Denn Private Debt bietet den Unternehmen Vorteile, welche die etwas höheren Zinsen mehr als aufwiegen. Dazu gehört, dass die Fonds in der Regel binnen weniger Wochen über einen Kreditantrag entscheiden, während Banken dafür regelmäßig mehrere Monate brauchen. In vielen Fällen kann dieser Zeitunterschied darüber entscheiden, ob das Unternehmen eine angestrebte Transaktion durchführen kann oder nicht. Zudem verstehen sich Private-Debt-Investoren als langfristige Partner der von ihnen unterstützten Unternehmen. Sollten neue Opportunitäten zusätzliches Kapital erfordern, stellen Fonds die benötigten Mittel meist schnell zur Verfügung, während Banken zuerst einen neuen, langwierigen Prüfprozess in Gang setzen. Private-Debt-Fonds sind zudem meist in der Lage, passgenauere Lösungen anzubieten als Banken. Das kommt gerade schnell wachsenden Unternehmen zugute, die sehr spezifische Bedürfnisse haben, zum Beispiel was Tilgungspläne betrifft.

Aufgrund dieser Vorteile gehen zunehmend auch solche Unternehmen auf Privatkapitalanbieter zu, die Zugang zu Bankkrediten oder dem liquiden Markt hätten. Der Markt bekommt zusätzliche

Dynamik dadurch, dass immer mehr Verantwortliche in den Unternehmen positive Erfahrungen mit Private Debt gemacht haben oder von Erfolgsgeschichten gehört haben.

In der aktuellen konjunkturellen Phase hilft Private Debt Unternehmen mit aussichtsreichem Geschäftsmodell, Finanzierungslücken zu schließen, die der Rückzug der Banken hinterlässt. Mittelfristig ist mit einem weiterwachsenden Bedarf an Private Debt und einer immer stärkeren Professionalisierung des Segments zu rechnen. Auch in Deutschland dürfte sich die Finanzierungsform immer weiter etablieren und den klassischen Bankkredit als die dominierende Form der Fremdkapitalfinanzierung für den Mittelstand ablösen, wie es in Ländern mit höher entwickeltem Kapitalmarkt längst der Fall ist. Mit wachsenden Ticketgrößen werden dabei auch Co-Investoren als Partner der Fonds eine immer wichtigere Rolle spielen und einer breiteren Anlegerschicht direkten Zugang zu Private-Debt-Investments ermöglichen.

Kontakt und Autor:

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

Florian Hofer

Director Investments

Telefon: +49 89 419997 190

E-Mail: Hofer@goldingcapital.com

Trotz hoher Inflation und steigender Zinsen – bleibt Private Debt attraktiv?

Das wirtschaftliche und geldpolitische Umfeld der vergangenen Jahre war ideal für Private Debt und hat zu einem stark steigenden Interesse von Seiten der Investorinnen und Investoren geführt. Doch mit steigenden Zinsen und drohender Rezession ändert sich das Umfeld. Macht die Anlageklasse trotzdem weiter Sinn?

Private Debt boomt. Laut dem Datenanbieter Preqin kletterte das weltweit verwaltete Vermögen in dieser Anlageklasse in den vergangenen zehn Jahren um rund 800 Milliarden auf 1,2 Billionen US-Dollar. Das entspricht in etwa einer Verdreifachung der Assets under Management (AuM). Das gestiegene Interesse an dieser Anlageklasse kann dabei kaum überraschen. Schließlich drückte die Niedrigzinspolitik der Notenbanken die Rendite von Staats- und Unternehmensanleihen hoher Bonität deutlich nach unten, zum Teil auch in den negativen Bereich. Zugleich war die konjunkturelle Lage stabil, weshalb die Ausfallraten im Kreditbereich moderat waren. Für Private Debt ein ideales Umfeld.

Die wirtschaftliche Ausgangsposition hat sich im vergangenen Jahr jedoch gewandelt. So sind die Energiepreise in Folge des Ukraine-Krieges drastisch gestiegen. Dies hat zusammen mit den pandemiebedingten Lieferkettenproblemen stark steigende Inflationsraten verursacht, die die Notenbanken wiederum mit mehreren Zinserhöhungen bekämpfen mussten. Das alles hat dazu geführt, dass nun eine konjunkturelle Abschwächung, vielleicht sogar eine Rezession droht. Investorinnen und Investoren werden deshalb ihre Asset Allokation überdenken. Denn zum einen bieten Staats- und Unternehmensanleihen nach der Zinswende nun wieder nennenswerte Renditen. Zum anderen stellt insbesondere für Private Debt eine Rezession, die zu steigenden Kreditausfallraten und eine verringerte Kreditnachfrage führen kann, das größte Risiko dar.

Regulatorik treibt private Finanzierungsnachfrage

Es stellt sich also die Frage, welche Rolle Private Debt Fonds in den Portfolios der Anlegerinnen und Anleger in diesem veränderten Umfeld noch spielen können. Dabei sind zunächst weitere Faktoren, die Angebot und Nachfrage bei Private Debt beeinflussen, zu berücksichtigen. Zum Beispiel die Regulatorik. So wurde mit Basel III die Kreditvergabe seitens der Banken durch erhöhte Eigenkapitalanforderungen beschränkt. Bei Basel IV ist davon auszugehen, dass darin weiter verschärfte Kapitalanforderungen auf die Kreditinstitute zukommen werden. Damit dürfte die Kreditvergabe durch die Banken in Zukunft noch weiter zurückgehen.



Robert Guzialowski

*Leiter Business Development
Real Assets bei der
HANSAINVEST Hanseatische
Investment-GmbH*

Diesem verringerten Finanzierungsangebot von Bankenseite steht eine hohe und zum Teil steigende Finanzierungsnachfrage in den einzelnen Unterbereichen von Private Debt gegenüber. Das gilt zum Beispiel für das Segment Corporate Direct Lending. Gerade bei vielen kleinen und mittelständischen Unternehmen steht der Ausbau der Digitalisierung ganz oben auf der Agenda. Doch in vielen Fällen dürfte dies nur mit entsprechender Aufnahme von Fremdkapital zu stemmen sein. Zugleich wächst der Druck von Seiten des Regulators, der Öffentlichkeit und der Kundschaft auf die Firmen, nachhaltiger zu wirtschaften. Auch das erfordert Investitionen.

Gewaltige Infrastrukturnachfrage

Noch drastischer stellt sich die Situation im Bereich Infrastructure Debt dar. Hier ist ein erheblicher Investitionsstau in den großen Volkswirtschaften bei zum Teil kritischer Infrastruktur festzustellen. Das betrifft Straßen und Brücken ebenso wie Internet- und Stromnetze oder den Ausbau der erneuerbaren Energien. Jedoch dürften die dafür notwendigen Investitionssummen für Instandhaltung und den Infrastrukturausbau die Kapazitäten der Staatshaushalte überfordern, weshalb auch hier private Investitionen dringend erforderlich sein werden.

Und schließlich ist in den kommenden Jahren auch bei Immobilien und insbesondere im Wohnbereich ein enormer Investitionsbedarf zu erwarten. Hierzulande wurde der von der Politik angestrebte Bau von 400.000 Wohnungen im vergangenen Jahr um ca. 150.000 Wohnungen erneut deutlich verfehlt, weshalb der Wohnungsmarkt auch wegen der Flüchtlingsbewegungen angespannt bleibt. Speziell institutionelle Investoren dürften aber ein Problem haben, direkt in Immobilien zu investieren. Denn aufgrund des Einbruchs der Aktien- und Anleihenmärkte im vergangenen Jahr ist ihre Immobilienquote häufig ausgeschöpft. Deshalb kann hier Real Estate Debt, da es zum Fremdkapital zählt, eine Alternative bieten.

Attraktives Rendite-Risiko-Profil

Trotz der Finanzierungslücke ist bei den Transaktionen im Private-Debt-Bereich kurzfristig eine gewisse Zurückhaltung festzustellen. Das dürfte – verständlicherweise – auf die derzeit generellen Risiken und Unsicherheiten zurückzuführen sein. Klar ist aber auch, dass mittel- und vor allem langfristig orientierte Investoren zunehmend in Anlagen investieren müssen, die eine geringere Volatilität als der Aktien- und Anleihemarkt aufweisen und die dennoch einen gewissen Inflationsschutz beinhalten. Private Debt und die entsprechenden Fonds dürften deshalb weiter eine wichtige Rolle in der Asset Allokation spielen.

Das gilt umso mehr, da die skizzierte Situation für Private-Debt-Fonds und deren Rendite-Risiko-Profil einige wichtige Auswirkungen hat. Da Private Debt die Lücke bei der Kreditnachfrage, die wegen der Bankenregulierung nicht bedient werden kann, füllt, können private Kredite zu höheren Zinskonditionen vergeben werden. Das wiederum kann sich positiv auf die Rendite der Fonds auswirken. Dazu kommt ein weiterer wichtiger Punkt: Private Debt ist oftmals variabel verzinst. Ein fortgesetzter Zinsanstieg schlägt sich deshalb auch nicht negativ in der Rendite nieder, sondern kann sich im Gegenteil sogar positiv auswirken. Sofern kein Leverage mit Fremdkapital auf Fondsebene besteht, beinhalten Private-Debt-Fonds somit kein Zinsänderungsrisiko.

Für langfristig ausgerichtete Investoren wie Pensionskassen, Versorgungswerke oder Versicherer kann Private Debt zudem noch aus anderen Gründen heraus attraktiv sein. Schließlich bietet die Anlageklasse aufgrund der Illiquiditätsprämie eine höhere Rendite als vergleichbare Anlageklassen. Ferner liefern Private Debt Fonds stabile Cashflows und die Möglichkeit, ein Portfolio besser zu diversifizieren und das Anlagerisiko breiter zu streuen. Schließlich weist diese Anlageform eine geringe Korrelation zu Aktien oder Anleihen auf, was auf Portfolioebene zu einer geringeren Volatilität führen kann. Damit stehen die guten Renditeaussichten in einem angemessenen Verhältnis zum Risiko.

Zunehmende Bedeutung der Due Diligence

Hier gilt es allerdings zweierlei zu bedenken: Zum einen müssen Investorinnen und Investoren, wie eingangs dargestellt, mit zunehmenden Zahlungsausfällen rechnen, wenn das wirtschaftliche Umfeld schwächer oder gar rezessiv wird. Damit nehmen die Anforderungen und die Bedeutung der Due Diligence zu. Das heißt, nach vielen Jahren mit geringen Ausfallquoten müssen in einer Gemengelage aus höherer Inflation und gestiegenen Zinsen die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen stärker in die Beurteilung mit einfließen. Zum anderen hängt das Risikoprofil von der gewählten Kredittranche ab. Private-Debt-Fonds investieren in der Regel zwar überwie-

gend in vorrangig besicherte Kredite. Im Zweifel sollte sich dieser Trend verstärken. Allerdings kann mit einer Unitranche, also einer Mischung aus vor- und nachrangig besicherten Krediten, eine zusätzliche Rendite erzielt und das Rendite-Risiko-Profil ausgewogener und besser an den Wünschen und der Risikoneigung des Investierenden ausgerichtet werden als mit einem reinem Senior-Debt-Portfolio.

Doch neben der Frage nach der Besicherung von Krediten, stehen Investorinnen und Investoren auch vor der Aufgabe, die jeweils passenden Untersegmente, wie Corporate Direct Lending, Real Estate Debt oder Infrastructure Debt, zu wählen. Dabei hat jeder dieser Bereiche seinen speziellen Reiz und seine Berechtigung, aber auch seine Herausforderungen.

Corporate Direct Lending: Defensivere Strategien

Private-Debt-Fonds, die im Bereich Corporate Direct Lending aktiv sind, sind zwar aufgrund ihrer individuellen Kreditbedingungen und insbesondere der häufig vereinbarten variablen Zinssätze grundsätzlich gut aufgestellt. Hier birgt das aktuell schwierigere wirtschaftliche Umfeld aber Herausforderungen für die Zielfirmen.

Schließlich drohen im Unternehmensbereich höhere Ausfallraten, weshalb das Thema Sicherheit stärker in den Fokus rücken und der Trend hin zu defensiven Strategien gehen dürfte. Tatsächlich haben Portfoliomanager verschiedene Hebel, um das umzusetzen. So können sie im verstärkten Maße vorrangig besicherte Kredite berücksichtigen oder bei der Auswahl des Kreditnehmers defensiver vorgehen. Beispielsweise kann bei der Bewertung von Zielfirmen eine größere Rolle spielen, ob sich in deren Eigentümerstruktur Private-Equity-Manager befinden. Denn gerade in Krisenzeiten bietet eine solche Beteiligung einen höheren Schutz, da im Zweifel mehr Eigenkapital zur Verfügung gestellt werden kann.

Unabhängig davon, ob es sich um eine Sponsored- oder Non-Sponsored-Transaktion handelt, muss bei der Finanzierung von Unternehmen zudem verstärkt auf die Zielkapitalstruktur des Unternehmens geachtet werden. Kennzahlen wie der Verschuldungsgrad und der Loan-to-Value (LTV) gewinnen noch mehr an Bedeutung. Ein besserer Schutz der Anlage kann zudem durch eine an das Risiko angepasste Gestaltung des Kreditvertrages und je nach Expertise in einer breiteren Allokation im Hinblick auf die Unternehmensgröße sowie auf verschiedene Wirtschaftsräume und Sektoren erreicht werden. Allerdings kann der zu erwartende stärkere Fokus auf vermeintlich sichere Investments zugleich Chancen in den Segmenten Special Situations, Distressed Debt oder Mezzanine eröffnen. Mit gut ausgewählten Investments in diesem Bereich kann die Rendite eines Fonds optimiert werden.

Real Estate von Zinsanstieg stark betroffen

Ebenfalls betroffen vom aktuellen Marktumfeld ist Real Estate Debt. Für Immobilien sind insbesondere die stark gestiegenen Zinsen ein entscheidender Parameter. Dies sorgt derzeit dafür, dass die Zahl der Transaktionen, gerade im Bereich der Projektentwicklung, zurückgeht. Für Fonds, die auf Real Estate Debt ausgerichtet sind, bedeutet das, dass weniger Projektfinanzierungen zur Auswahl stehen, während zugleich die Anforderungen an die Auswahl nach Sektoren, Risikoprofilen, Kreditnehmern und Kapitalstrukturen vor einem Investment zunehmen.

Allerdings bietet ein Investment in Real Estate Debt als Fremdkapitalinstrument gegenüber einer direkten Immobilienanlage auch Vorteile. Wie bereits erläutert kann der Private-Debt-Sektor von steigenden Zinsen profitieren, was bei der Eigenkapitalrendite bei einem Direktinvestment nicht der Fall ist. Dort können sich im Gegenteil bei aufgenommenem Fremdkapital sowie bei einer anstehenden Prolongation oder bei Neufinanzierungen Mehrkosten ergeben. Außerdem sprechen neben den besseren Renditeaussichten auch Risikoerwägungen für Private Debt, da sich dieses im Gegensatz zu Eigenkapital nicht in der First-Loss-Position befindet.

Zudem stärkt die Finanzierungslücke die Verhandlungsposition der Private-Debt-Manager, die auf die Gestaltung von Sicherheiten, LTV-Größe und von Verträgen und Vereinbarungen einen größeren Einfluss haben. So lässt sich die Attraktivität des Risiko-Rendite-Profiles insgesamt erhöhen, während Immobilienanlagen über Real-Estate-Debt-Fonds nicht der teils überstrapazierten Immobilienquote zugerechnet werden müssen.

Erwarteter Boom bei Infrastructure Debt

Bei Infrastructure Debt eröffnet insbesondere die dringende Notwendigkeit vieler Infrastrukturprojekte ein immenses Potenzial. Preqin geht in seinem Global Infrastructure Report 2022 davon aus, dass die AuM von Seiten privater Investorinnen und Investoren im Infrastrukturbereich bis 2026 auf 1,87 Billionen US-Dollar anwachsen werden. Gegenüber 2020 würde dies einer Verdreifachung der AUM innerhalb von nur sechs Jahren entsprechen. Dabei stoßen derzeit vor allem erneuerbare Energien wie Windkraft und Photovoltaik bei den Investorinnen und Investoren auf großes Interesse. Zwar gilt es auch hier auf das gestiegene Ausfallrisiko zu achten, jedoch ergeben sich zugleich Vorteile für Anlegerinnen und Anleger.

Bei entsprechend gründlicher Analyse der Bonität des Kreditnehmers kann Private Debt stabile Cashflows liefern, die nicht selten auf langfristigen Stromabnahmeverträgen basieren und die an einen Inflationsindex gekoppelt sind und so verstärkt vor Inflation schützen können. Speziell erneuerbare Energien beinhalten zudem automatisch eine ESG-Komponente. Allerdings gilt es dabei zu bedenken, dass dies eine einschlägige ESG-Expertise seitens des Fondsmanagers erfordert, um der initialen Prüfung als auch dem laufenden Monitoring der ESG-Kriterien gerecht zu werden. Zudem stehen die Anbieter mangels regulatorischer Vorgaben vor der Herausforderung, den Nachweis der Nachhaltigkeit einer Investition erbringen zu müssen.

Fazit

Insgesamt also dürfte die Nachfrage nach Private Debt trotz des veränderten Umfeldes nicht einbrechen. Wie sich aber zeigt, kommen in der aktuellen Situation auf die Manager entsprechender Fonds deutlich größere Herausforderungen zu – sei es regulatorischer Art oder auch aufgrund des Marktumfeldes. Hilfreich kann deshalb die Zusammenarbeit mit einer erfahrenen Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) sein, die dem Management von Private-Debt-Fonds zahlreiche Aufgaben, insbesondere regulatorischer Art, abnimmt. Dies ermöglicht es den Portfoliomanagern sich ganz auf ihre eigentliche Aufgabe, das Auffinden spannender Anlagemöglichkeiten sowie die gründliche Due Diligence und Analyse der Kreditnehmer zu konzentrieren. Letztlich kommt dies den Investorinnen und Investoren zugute, die dann von den Vorteilen des Private-Debt-Bereichs profitieren können – und das auch in einem verschlechterten wirtschaftlichen Umfeld.

Kontakt und Autor:

HANSAINVEST Hanseatische Investment-GmbH
Kapstadtring 8
22297 Hamburg
www.hansainvest.de

Robert Guzialowski

Leiter Business Development Real Assets

Telefon: 0176-70676871

E-Mail: robert.guzialowski@hansainvest.de

The case for private credit after a reset in the public markets

In 2022, global capital markets were forced to contend with geopolitical uncertainty in Europe and persistently high inflation around the world. In the US, the S&P 500 shed more than 18% while the investment grade fixed income market lost more than 10%.¹ The syndicated loan market largely shut down to new issuance as a result of the heightened volatility in public markets, which accelerated the trend for private equity general partners (GPs) to favor the speed, anonymity, and certainty of execution offered by the private credit market.

This confluence of events has created a “denominator effect,” whereby many allocators must now grapple with the challenges that arise when making capital allocation decisions after public markets meaningfully underperform private markets. As we move through 2023, many investors face the challenge of rebalancing portfolios which would traditionally be viewed as overallocated to private strategies. The reset in interest rates and credit spreads in public fixed income markets has many allocators asking if they should re-direct private credit allocations to the public fixed income markets to help rebalance their portfolios. Below, we outline three reasons why we continue to believe that the private credit markets offer compelling advantages relative to the public fixed income markets.



Karen Simeone
Managing Director,
HarbourVest Partners



Martina Schliemann
Principal, Investor Relations,
HarbourVest Partners

Private credit market offers an illiquidity premium

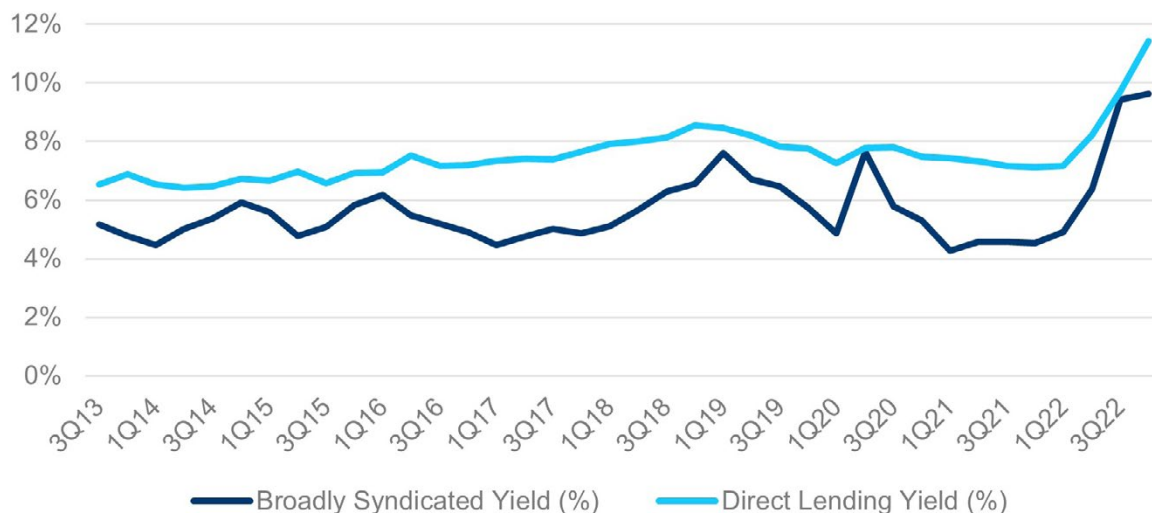
The direct lending market² has outperformed the broadly syndicated loan market³ in 16 of the last 17 years, which highlights the illiquidity premium that has historically been captured by non-syndicated direct lenders. Today, the illiquidity premium for the direct lending market has compressed relative to other historical periods, but it remains positive. In the chart below, we plot the historical yield of the broadly syndicated loan market relative to the direct lending market for first lien securities. As illustrated, the direct lending market continues to outyield the syndicated loan market by 1.8%, as of year-end 2022.

¹ Source: Bloomberg, Bloomberg US Aggregate Index and S&P 500 TR, data as of 12/31/2022.

² As proxied by the Cliffwater Direct Lending Index (CDLI).

³ As proxied by the S&P Levered Loan Index.

Historical Yields- Broadly Syndicated Loans vs. Direct Lending



Source: Refinitiv data as of 9/30/2022.

The case for private credit after a reset in the public markets

Private credit tends to be more resilient than public fixed income

The direct lending market is generally focused on more resilient industries that are less susceptible to volatility due to economic cycles, such as business services, healthcare, and information technology. These sectors tend to exhibit greater cash flow stability and predictability with less sensitivity to changes in the broader US economy. As the private credit market has grown to \$1.2 trillion since the Global Financial Crisis (GFC),⁴ there is an even greater opportunity for private credit managers to build highly diversified portfolios by industry, issuer, and security type (first lien, unitranche, etc).

In addition to focusing on less cyclical segments of the market, direct lenders benefit from the bespoke nature of private credit transactions, whereby information is shared between the GP sponsor and the lender to ensure transparency and alignment of interests. Both the GP and the lenders have the flexibility to amend terms of the agreement throughout the life of the loan to ensure that the structure of the transaction supports the borrower's ability to service its debt obligations. This flexibility is not available in the public markets where a high yield bond, for example, could be spread across hundreds of investors at any point in time, which makes it more difficult to establish ongoing alignment of investor interests and agreement on potential amendments throughout the life of the loan. More specifically, in a downside work-out scenario, a private credit deal can better preserve enterprise value as a small group of like-minded lenders are more likely to agree on a restructuring plan than a disparate group of bondholders that may choose to sell to distressed players that hold up an orderly restructuring. Practically speaking, the structural features of the private markets result in lower default rates and higher recovery rates. The historical default rate of the private credit markets has been close to 2% with recovery rates near 55%.⁵ This compares to the high yield market which has experienced default rates closer to 3.8% and recovery rates closer to 45%.⁶

Public fixed income markets can be unstable

The public fixed income market is an over-the-counter market, meaning that bonds do not trade on an exchange like equities. Instead, dealers facilitate the trading of fixed income securities by lining up buyers and sellers of individual securities, and they are compensated by capturing a bid-offer spread. Dealers use balance sheet capital to support orderly markets, often warehousing fixed income securities when there is a seller of a particular security but not a buyer at a given point in time. The willingness of a dealer to use balance sheet capital for this purpose historically provided liquidity and price stability in the fixed income markets.

However, there have been two important developments in the public fixed income market since the GFC which have had important implications both for the fixed income market broadly and the role it plays in investors' portfolios. First, the size of the US bond market has increased meaningfully, with the market value of the US fixed income market increasing from just under \$30 trillion pre GFC, to over \$53 trillion today.⁷ Second, the amount of capital devoted to market making activities by dealers has remained between \$30-40 billion, post GFC, despite significant growth in the fixed income markets.⁸

This relationship has made the public fixed income markets inherently less liquid as there is proportionally less capital relative to the size of the market from the dealer community to provide liquidity. In turn, it has led to increased price volatility across public fixed income markets. Liquidity has also become more sporadic. For example, when the volatility in risk markets rises, liquidity tends to dissipate in fixed income markets as dealers are less willing to provide balance sheet capital to make markets for securities when the flow is one directional. In the chart below, we plot cost of liquidity of the corporate bond market, which is a function of the bid/offers spread and the duration of the underlying securities. The chart shows that that during periods of heightened stock market volatility, bid/offer spreads widen and the cost for liquidity increases meaningfully in the public markets, often times when liquidity is needed most by investors.

⁴ Pitchbook, 2021 Annual Global Private Report, 2/22.

⁵ Source: Fitch and Cliffwater, data as of 2Q22.

⁶ Source: Fitch and Cliffwater, data as of 2Q22.

⁷ SIMFA, as of 12/31/22.

⁸ Federal Reserve, as of July 2021.

The case for private credit after a reset in the public markets



Source: Federal Reserve, "Dealer Inventory Constraints in the Corporate Bond Market during the COVID Crisis" 7/15/21.

Key takeaways

Historically, investors allocate to public fixed income markets to generate income, diversify risk assets, and to preserve liquidity. Since the GFC, instability within the fixed income markets has caused many segments of fixed income to trade directionally in line with other risk assets, like equities, particularly during periods of volatility when diversification is needed most. Finally, as witnessed during the early days of the COVID pandemic, liquidity in the fixed income market has tended to dry up at inopportune times, diluting many of the key benefits that public fixed income markets are meant to provide allocators in volatile markets.

We see three key reasons why investors can continue benefitting from an allocation to private fixed income versus public:

1. Investors in private credit are compensated for locking up their capital with an illiquidity premium. Even after the most recent reset in the public fixed income markets, there is still an illiquidity premium to be earned in the private credit markets.
2. The private credit market is focused on less cyclical sectors and tends to be more resilient than the public fixed income markets, which is evidenced by lower default rates and higher recovery rates.
3. The private credit markets offer a point of stability and diversification relative to other risk assets, and they have been less impacted by technical buying/selling pressures and the broader instability of the public fixed income markets post GFC.

We believe the current market environment offers a particularly attractive market opportunity in the private credit markets. Due to the increase in base rates rising above 4%, the widening of credit spreads, and the closure of the syndicated loan market, the private credit market is currently pricing north of 10% for first dollar risk, and opportunities in the junior credit market are pricing north of 15%.⁹ Despite higher all-in yields,

many opportunities are coming to the market with lower leverage levels than just a year prior, which is why we believe this could be a particularly attractive vintage for private credit funds. Additionally, we believe that the floating rate nature of the asset class provides a valuable hedge to rising interest rates, compared to the public markets which tend to focus on fixed rate securities that can be adversely impacted from rising rates. And finally, we believe that private credit managers with access to best-in-class GPs have the ability to focus on the highest quality deals and deliver a risk/return profile that is difficult to find in this market.

Contact and authors:

HarbourVest Partners
Zweigniederlassung Deutschland
Untermainkai 40
60329 Frankfurt am Main
Germany
www.harbourvest.com

Karen Simeone
Managing Director
Telefon +1 617 807 2827
E-Mail: ksimeone@harbourvest.com

Martina Schliemann
Principal, Investor Relations
Telefon +49 69 589964041
E-Mail: mschliemann@harbourvest.com

⁹ HarbourVest Partners, data as of 12/31/22.

Senior Loans vs High Yield: warum sich Senior Loans im aktuellen Marktumfeld bewähren

Die Ansichten in diesem Artikel drücken nur die Meinungen von MV Credit zum Zeitpunkt der Veröffentlichung aus und stellen keine Anlageberatung dar.

Der Übergang in eine neue Ära strafferer Geldpolitik in den USA und Europa hat zu höheren Zinsen und dramatischen Folgen für praktisch alle Anlageklassen geführt. Anleihen waren am stärksten betroffen angesichts des Zinsrisikos, das mit festverzinslichen Titeln verbunden ist. Die Anleihekurse sind auf den niedrigsten Stand seit der Finanzkrise in 2008 gefallen, und es bieten sich attraktive Renditen ("Rückzahlungsrendite") für institutionelle Anleger. Einige solcher Investoren sehen Hochzinsanleihen ("High Yield") aus Renditesicht nun direkt vergleichbar mit Senior Private Credit ("PC").

In diesem kurzen Papier werden die nuancierten Unterschiede zwischen diesen beiden Anlageklassen aus den Perspektiven Rendite, Risiko und geografischem sowie Branchen-Risiko beleuchtet; Senior Private Credit zeigt weiterhin äußerst attraktive Investitionsmöglichkeiten. Der ICE BofA Euro High Yield Index¹ wurde verwendet, um das High Yield-Universum in der folgenden Analyse darzustellen. Senior Loans werden sowohl vom S&P ELLP² als auch vom Cliffwater Direct Lending Index³ vertreten (je nach Datenverfügbarkeit).

Überlegungen zur Rendite - Kurzfristige vs. langfristige Renditeerwartungen

Vergangene Performance ist kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Ergebnisse

Mit einer absoluten Gesamtrendite von 389% gegenüber 158% (nicht risikobereinigte Basis) hat sich Senior Loans (gemessen durch den

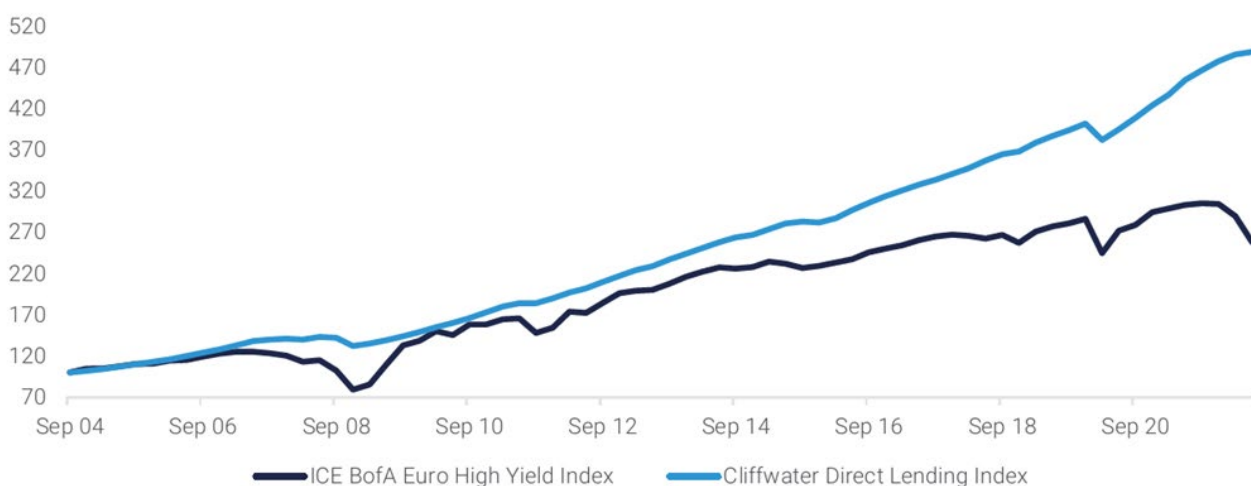
1 Quelle: ICE BofA Datenbank: Nov 2022

2 Quelle: <https://www.lcdcomps.com/lcd/idx/index.html?rid=20> : Nov 2022

3 Quelle: <https://www.clifdirectlendingindex.caterom/> Nov 2022

Vergangene Performance ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse

1) Vierteljährliche Index-Renditen (Sept '04 = 100)



Source: MV Credit, November 2022 | Die Performance in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Ergebnisse.



Sebastian Römer,
Executive Managing Director,
Head of DACH & Eastern Europe,
Natixis Investment Managers

Cliffwater Direct Lending Index) besser entwickelt als High Yield. Eine weitere Analyse zeigt ebenfalls eine Outperformance auf risikobereinigter Basis (Sharpe Ratio von 2,51 gegenüber 0,47).

Obwohl High Yield Rückzahlrenditen in einigen Perioden aufgrund der inhärenten Volatilität der Anlageklasse einen Anstieg verzeichnen, zeigt Senior Loans eine konsistente Performance innerhalb der Spanne von ca. 8% bis 10% der annualisierten Renditen. Im gezeigten Zeitraum liefern Senior Loans 9,3% annualisierte Rendite gegenüber 5,5% für High Yield.

Senior Loans ist eine Anlageklasse, die möglicherweise eine konsistente Rendite über lange Zeithorizonte liefern könnte, unabhängig von kurzfristigen Marktbewegungen (wie in Grafik 1 deutlich gemacht wird). High Yield bietet kurzfristig opportunistische Chancen, aber um die aktuelle Rendite (Yield) zu erzielen muss der Anleger die Bonds bis zur Fälligkeit halten. High Yield hat sich in den letzten 12 Monaten deutlich unterdurchschnittlich entwickelt, wobei Senior Loans weiterhin stabile Renditen im hohen einstelligen Bereich erzielt haben.

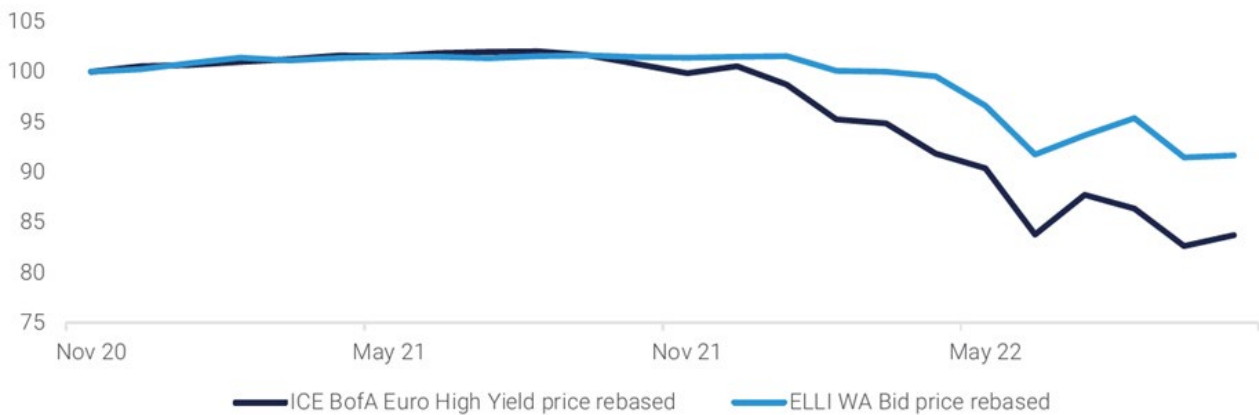
Senior Loans vs High Yield: warum sich Senior Loans im aktuellen Marktumfeld bewähren

Überlegungen zur Rendite - Preis

Die folgende Grafik⁴ zeigt die isolierte Preiskomponente der Renditen für den ICE BofA High Yield Index gegenüber dem S&P ELLI. Das aktuelle Zinsumfeld hat das Hochzinsgeschäft aufgrund der Festverzinsung dieser Anlageklasse stärker beeinflusst (siehe Abschnitt

"Zinsrisiko" unten). Die aktuellen Kurse für Hochzinsanleihen stellen eine Chance für neue Investoren dar, dienen aber auch als Warnung, dass die Kurse volatil sein können und einen wesentlichen Beitrag zu der in Grafik 1) oben gezeigten langfristigen Rendite-Underperformance im Vergleich zu Senior Loans leisten.

2) Preisbewegungen nach COVID (Nov '20 = 100)



Source: MV Credit, November 2022 | Die Performance in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Ergebnisse

Der Preisverfall bis 2022 zeigt, dass diese High Yield-Chance nur vorübergehend ist. Vor der Verschiebung der globalen Zinsen konnte High Yield keine hohen einstelligen Renditen bieten. Die aktuelle Rendite dient weitgehend dem Ausgleich des erhöhten Zinsrisikos (siehe unten).

Überlegungen zur Rendite - Einkommen

Vertragliche Zinszahlungen (Coupons/Marge) sind die zweite wichtige Komponente, die beim Vergleich der Renditeprofile von High Yield und Senior Loans zu berücksichtigen ist. Die Grafik unten⁵ zeigt, wie die Zinsrenditekomponente des S&P ELLI mit der des ICE BoA Euro High Yield Index verglichen wird.

4 Quelle: ICE BofA-Datenbank: Nov 2022 und <https://www.lcdcomps.com/lcd/idx/index.html?rid=20> : Nov 2022

5 Quelle: ICE BofA-Datenbank: Nov 2022 und <https://www.lcdcompcom/lcd/idx/x/x/x/x/x/x/x/x/x/x/x/x/mlml.cml.com>.

3) Annualisierte Index Einkommenskomponenten



Source: MV Credit, November 2022 | Die Performance in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Ergebnisse

Senior Loans vs High Yield: warum sich Senior Loans im aktuellen Marktumfeld bewähren

Einkommensbasierte Renditen sowohl im High Yield als auch im Senior Loans haben positiv auf den makroökonomischen Gegenwind in 2022 reagiert - die Senior Loans-Margen sind deutlich mehr angestiegen, 6,2% verglichen zu 4,2% im Oktober '22, wie in Grafik 3 gezeigt.

Der Anstieg der Senior Loans-Marge seit Mitte 2022 lässt sich mit einem Rückgang des Kreditangebots für Sponsoren von Unternehmen erklären, wobei die Nachfrage nach diesen Krediten stetig steigt. Die Banken haben sich vom Markt zurückgezogen und zögern zunehmend, ihre Bilanzen für die Vereinbarung und/oder Syndizierung neuer Geschäfte zu verwenden. Daher sind Private-Equity-Sponsoren zunehmend auf Beziehungen zu direkten Kreditgebern angewiesen und sind gezwungen, niedrigere Preise und kreditgeberfreundlichere Bedingungen zu akzeptieren.

Überlegungen zum Risiko - Zinsänderungsrisiko

Obwohl sowohl die Anlageklassen High Yield als auch Senior Loans vergleichbare Rendite- und Kreditrisikoprofile aufweisen, sind die beiden Anlageklassen im Sinne ihres Zinsrisikos sehr unterschiedlich. Anleihen sind festverzinsliche Instrumente und unterliegen daher Preisbewegungen, die durch das Zinsumfeld bestimmt werden.

MV Credit investiert in 100% variabel verzinsliche Instrumente, die eine minimale Laufzeit haben, daher ein geringes Zinsrisiko. Jeder Vergleich zwischen Senior Loans und High Yield sollte verlangen, dass High Yield-Anleihen eine Prämie enthalten, um Anleger für das Zinsrisiko zu entschädigen. In dem niedrigen und stabilen Zinsumfeld in Europa zwischen 2013 und 2021 war dieses Risiko minimal. Das sich ständig verändernde Zinsumfeld von heute verlangt eine höhere Prämie. High Yield-Anleihen bieten Anlegern derzeit keine signifikante Renditeprämie über der von Senior Loans, die mit einer

ähnlichen erwarteten Rendite und einem weit geringeren Zinsrisiko einhergehen.

Überlegungen zum Risiko - Opportunity Set

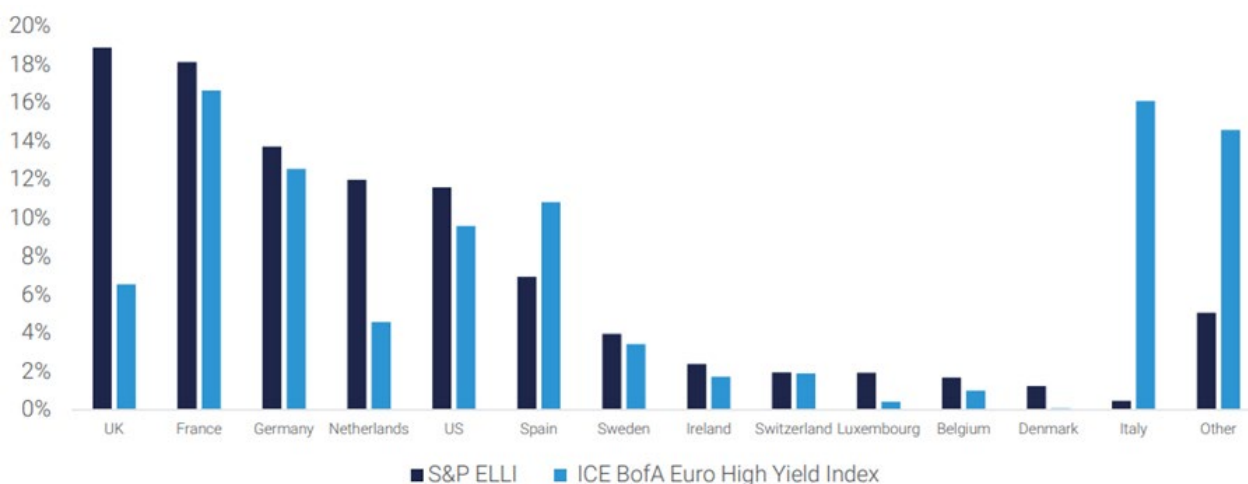
Wer Renditevergleiche zwischen den Anlageklassen Senior Loans und High Yield anstellen will, muss auch die jeweiligen Risiken berücksichtigen. Die makroökonomischen Bedingungen in den europäischen Ländern können erheblich variieren, und es gibt erheblich unterschiedliche Risikoprofile für Unternehmen mit Hauptsitz in entwickelten westeuropäischen/nordischen Ländern im Vergleich zu Mittel/Ost/Südeuropa. MV Credit investiert überwiegend in Loans die von Private Equity Unternehmen an westeuropäische Unternehmen begeben werden.

Die folgende Grafik⁶ zeigt, dass sich das Senior Loans-Universum mehr auf Regionen mit geringerem geografischem Risiko konzentriert - Großbritannien, Frankreich, Deutschland, die Niederlande, die USA, Schweden, Irland, die Schweiz, Luxemburg, Belgien und Dänemark. Das High Yield-Universum hat ein deutlich höheres Gewicht in Italien (16%), mit einer größeren Zuteilung an "andere" europäische Länder wie Bulgarien, Zypern, Tschechien, Estland, Griechenland, Ungarn, Litauen, Polen, Rumänien, Slowenien, die Türkei und die Ukraine.

MV Credit ist der Ansicht, dass die makroökonomischen Risiken, denen die weniger entwickelten Volkswirtschaften (die im High Yield-Universum häufiger vorkommen) gegenüberstehen, wesentlich sind und eine Renditeprämie erfordern sollten. Investoren sollten sich bewusst sein, dass diese geografischen Risiken innerhalb des High Yield-Universums im Vergleich zu Senior Loans stärker ausgeprägt sind.

6 Quelle: ICE BofA Datenbank: Nov 2022 und <https://www.lcdcomps.com/lcd/idx/index.html?rid=20> : Nov 2022

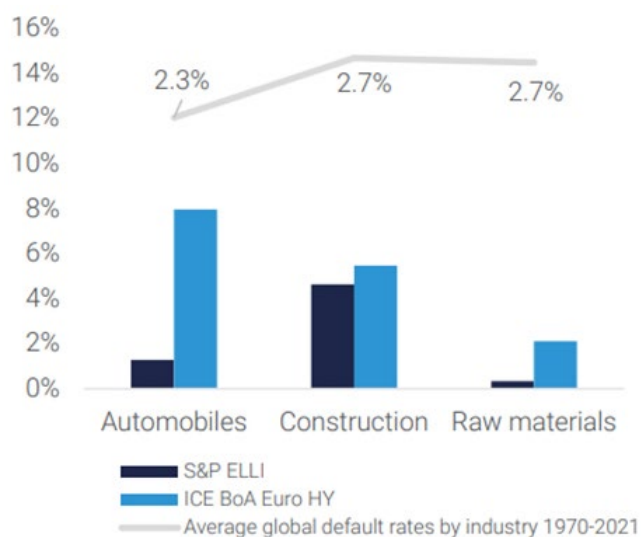
Geographische Verteilung



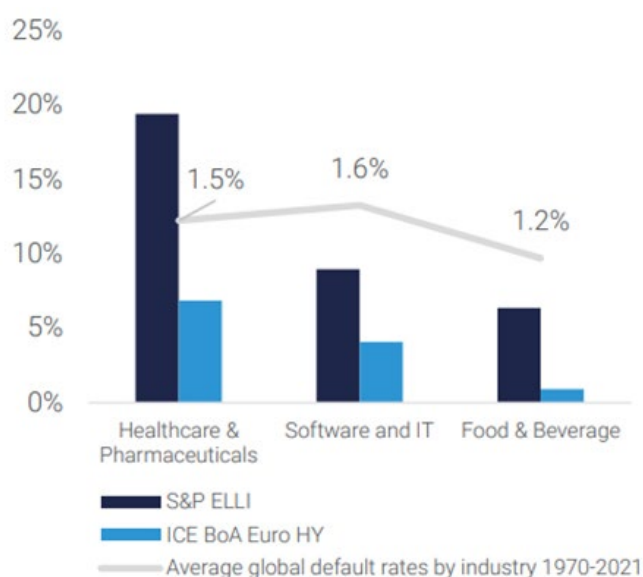
Source: MV Credit, November 2022 | Die Performance in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Ergebnisse

Senior Loans vs High Yield: warum sich Senior Loans im aktuellen Marktumfeld bewähren

Konzentration in zyklischen Industrien



Konzentration in defensiven Industrien



Die Performance in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Ergebnisse

Diese Beobachtung ist noch ausgeprägter, wenn man die Gewichtung nach Industrien betrachtet. Die beiden Anlageklassen sind hinsichtlich der Konzentrationen in zyklischen Branchen (wie Automobil, Bau und Rohstoffe⁷) sehr unterschiedlich im Vergleich zu defensiven Sektoren (wie Gesundheitswesen/ Pharmazie, Software/ IT und Lebensmittel/ Getränke⁷).

Die Grafiken oben veranschaulichen das Ausmaß, in dem das High Yield-Universum mehr in Richtung zyklischer Industrien auf Kosten der defensiven Branchenallokation verzerrt ist. Diese zyklischen Branchen haben deutlich höhere Ausfallraten⁸ über einen längeren Zeithorizont (1970-2021).

Überlegungen zu Risiken - Rückforderungsraten

Das Abwärtsrisiko ist ein weiterer Bereich, den potenzielle Senior Loans- und High Yield-Anleger beim Vergleich der beiden Anlageklassen berücksichtigen sollten. Die Verlustwartungen (und damit die Rendite) müssen entsprechend der in der Vergangenheit erzielten Rückforderungsraten angepasst werden.

Laut der 2021 Annual Default Study (Moody's): Die volumengewichtete durchschnittliche Rückzahlungsrate für ausgefallene 1st Lien-Darlehen (besichert) zwischen 1983 und 2021 beträgt 63,3% gegenüber

45,2% für 1st Lien-Anleihen (besichert und ungesichert). Im Laufe des Jahres 2021 gab es 13 Ausfälle von 1st Lien Loans und die durchschnittliche Rückzahlungsrate über diese Ausfälle betrug 68,8%. Im gleichen Zeitraum gab es 38 Ausfälle von Senior Bonds und die durchschnittliche Erholung war mit 52,9% niedriger.

Fazit

Die High Yield-Anlageklasse ist derzeit eine überzeugende Möglichkeit für Anleger, die Renditen im hohen einstelligen Bereich anstreben.

Ein tiefer Einblick in mehrere Risiko/Rendite-Überlegungen zeigt, dass - nach Meinung von MV Credit - die Senior Loans-Anlageklasse für Anleger sowohl auf lange als auch auf kurze Sicht eine überzeugendere Chance darstellt, auch wenn die Anleihekurse weiterhin unter Druck stehen.

Kontakt und Autor:

Natixis Investment Managers
www.im.natixis.com/en-institutional/the-hub

Sebastian Römer, CFA®
 Executive Managing Director
 Head of DACH & Eastern Europe
 Telefon: +49 89 30 90 80 711
 E-Mail: sebastian.roemer@natixis.com

⁷ Branchen-Buckets enthalten Sub-Branchen über Moody's, S&P und ICE Bof A Datenbanken. Eine Zusammenfassung dieser Brancheneimer finden Sie in der nachstehenden Tabelle zum Haftungsausschluss

⁸ Quelle: Moody's jährliche Ausfallstudie 2021

Senior Loans vs High Yield: warum sich Senior Loans im aktuellen Marktumfeld bewähren

Nur für professionelle Investoren. Alle Investitionen beinhalten Risiken, einschließlich des Risikos des Kapitalverlustes. MV Credit ist eine Vermögensverwaltungsgesellschaft, die sich auf private Kreditinvestitionen spezialisiert hat und eine Tochtergesellschaft von Natixis Investment Managers ist. Natixis Investment Managers International ist ein Unternehmen von Natixis Investment Managers, der Holdinggesellschaft einer vielfältigen Gruppe spezialisierter Investment Management- und Vertriebsgesellschaften weltweit. Dienstleistungen und Produkte, die von Natixis Investment Managers International verwaltet werden, stehen nicht allen Anlegern in allen Ländern zur Verfügung. Bereitgestellt von Natixis Investment Managers S.A., Zweigniederlassung Deutschland. Sitz der Natixis Investment Managers S.A., Zweigniederlassung Deutschland (Registernummer: HRB 88541): Senckenberganlage 21, 60325 Frankfurt am Main.

Disclaimer Appendix

Broad industry bucket label	Moody's	S&P	ICA BofA
Automobile	Automotive	Autoteile; Automobile	Autoteile & Equipment ; Autohersteller
Herstellung	Entwicklung & Herstellung	Produktionherstellung; Entwicklung & Technik; Werkstoffe	Produktionherstellung & Entwicklung; Baustoffe;
Rohstoffe	Energie: Öl & Gas ; Forstprodukte & Papier ; Metall & Bergbau	Öl, Gas & Verbrauchs-kraftstoffe; Papier & Forstprodukte ; Metall & Bergbau	Ölfeld Zubehör & Services ; Öl Veredelung & Marketing ; Forstwirtschaft/Papier ; Metall/Bergbau exkl. Stahl ; Stahl
Gesundheitswesen & Pharmazie	Gesundheitswesen & Medizin	Gesundheitszubehör & Hilfsstoffe; Gesundheits-Anbieter & Services ; Gesundheits Technologie ; Lebenswissenschaften Zubehör & Services ;	Gesundheitsdienst; Medizinische Produkte; Medizin
Software & IT	High Tech Industrie	IT Services ; Software	Software/Services ; Tech Hardware & Geräte
Nahrungsmittel & Getränke	Getränke, Nahrungsmittel, & Tabak	Nahrungsmittel & Grundnahrungsmittel Handel; Nahrungsprodukte	Restaurants ; Getränke; Nahrungsmittel - Großhandel

Private-Debt: Sponsorless-Transaktionen¹ bei Mittelstandskrediten – ein unausgeschöpfter Markt

Eine Kombination aus strukturellen und zyklischen Faktoren eröffnet Anlegern, die eine bessere Portfoliodiversifikation und höhere Renditen anstreben, äußerst attraktive Chancen. Der Kapitalbedarf kleiner und mittelgroßer Unternehmen (KMU) in Europa ist größer denn je.

Eine Marktlücke

Auf dem unterentwickelten europäischen Markt besteht ein wachsender Bedarf an Privatkrediten, da sich die Banken weiter aus dem Kreditgeschäft zurückziehen und mittelständische Unternehmen flexible Finanzierungslösungen suchen.

“**Die weltweite Finanzkrise und die anschließende Staatsschuldenkrise im Euro-Währungsgebiet gingen mit einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen einher; hierdurch wurde kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) der Zugang zu Finanzmitteln erschwert. Der Ausbruch der Pandemie hat die KMU vor neue, größere und dringlichere Herausforderungen in Bezug auf ihren Zugang zu Finanzmitteln gestellt.**

EZB Wirtschaftsbericht, Ausgabe 4/2020

Der anhaltende Rückzug der europäischen Banken aus dem Kreditgeschäft ist ein Grund dafür, dass sich auf dem europäischen KMU-Markt eine Finanzierungslücke von schätzungsweise 400 Milliarden €² aufgetan hat. Gleichzeitig führt das konjunkturelle Umfeld mit schwächeren Wachstumsraten und steigendem Inflationsdruck zu einem größeren Bedarf für Unternehmensfinanzierungen. Viele KMU benötigen flexible Finanzierungen für den Ausbau ihres Geschäfts und andere Aktivitäten. Die dadurch entstehende Marktlücke können Investoren mit maßgeschneiderten Kreditlösungen für leistungsstarke mittelständische Kreditnehmer ohne Private-Equity-Sponsor („Sponsorless“) füllen.¹

Ein unterinvestierter Markt

Für ein erfolgreiches Engagement in diesem Bereich bedarf es sowohl spezialisierter Kreditkenntnisse als auch eines differenzierten Ansatzes bei der Kreditvergabe. Das schafft hohe Eintrittsbarrieren und erhöht das Potenzial für attraktive risikobereinigte Renditen.

Um den Sponsorless-Markt zu erschließen, benötigen Private-Credit-Manager gleichermaßen breite und tiefe Netzwerke, durch die sie Transaktionsmöglichkeiten in einer Vielzahl unterschiedlicher Länder und Sektoren erschließen können – daher muss der Fokus auf kleineren Beratern und unabhängigen Vermittlern in zweit- und drittrangigen Städten liegen, die enge Beziehungen zu Kreditnehmern vor Ort pflegen.

¹ Der Begriff ‚Sponsorless‘ bezieht sich auf Kreditnehmer, die sich im Besitz von Unternehmen, Familien oder Gesellschaftern und nicht im Besitz von Private-Equity-Fonds befinden.

² Quellen: Euler Hermes und PwC.



Chris Rust
Co-Heads of European Credit
Opportunities, Ninety One



Lei Lei
Co-Heads of European Credit
Opportunities, Ninety One

Durch die Konzentration auf Offmarket-Transaktionen anstelle von Bieterverfahren können Kreditgeber wie Ninety One auch höhere Gebühren und lukrativere Kreditkonditionen durchsetzen. Und die Kreditnehmer sind bereit, höhere Kapitalkosten für ein flexibles, maßgeschneidertes Konzept und eine schnelle Ausführung zu akzeptieren. Wesentlich ist auch, dass das Investmentteam über Expertise in der Strukturierung von Fremdkapitalfinanzierungen verfügt, um attraktive risikobereinigte Renditen zu erzielen und Verluste zu minimieren. Wir halten einen Private-Equity-ähnlichen Ansatz für das Underwriting und das aktive Management von Verlustrisiken durch Besicherung für den besten Ansatz.

Der europäische Private-Credit-Markt ist stark gewachsen, aber immer noch unterentwickelt

Der europäische Private-Credit-Markt ist stark gewachsen, aber immer noch unterentwickelt



Quellen: Preqin 2019, Bloomberg 2021 und S&P 2021.

“**Kreditnehmer ohne Private-Equity-Sponsor sind bereit, höhere Kapitalkosten für ein flexibles, maßgeschneidertes Konzept und eine schnelle Ausführung zu akzeptieren**“

Private-Debt: Sponsorless-Transaktionen¹ bei Mittelstandskrediten – ein unausgeschöpfter Markt

Ein attraktives Risiko-Ertrags-Profil

Heute gibt es in Europa viele kleine und mittelgroße Unternehmen (mit einem Unternehmenswert von typischerweise 50 bis 200 Millionen Euro), die von gründergeführten Firmen über Einzelunternehmer bis hin zu Mittelständlern reichen.

Darunter sind einige sehr solide Unternehmen, die Kapital zur Finanzierung ihrer geschäftlichen Expansion oder für andere Zwecke wie einen Aktionärsauskauf oder eine Refinanzierung ihres Geschäfts benötigen, aber, wie oben erläutert, nur begrenzten Zugang zu Krediten haben.

Private-Credit-Manager mit der richtigen Expertise können diesen Kreditnehmern ohne Private-Equity-Sponsor maßgeschneiderte private Finanzierungen bereitstellen und damit eine echte Alternative zu verwässernden Eigenkapitalbeteiligungen oder restriktiven

Bankkrediten bieten. Für einige Kreditnehmer, die zu klein sind, um die Kapitalmärkte anzuzapfen, kann das die einzige Option sein.

Da viele dieser Kreditnehmer hohe Buchwerte haben, können die Kreditgeber sicherstellen, dass ihre Kredite vollständig mit Vermögenswerten besichert sind, um ein attraktives Risiko-Ertrags-Profil zu gewährleisten. Angesichts des schwierigen makroökonomischen Umfelds, mit dem sich die Unternehmen aktuell konfrontiert sehen, ist das besonders wichtig. Ein umsichtiger Risikomanagementansatz ist trotz der vollständigen Absicherung unerlässlich.

Während Direct-Lending-Strategien mit Schwerpunkt auf sponsorenfinanzierte Unternehmen in der Regel Bruttorenditen von etwa 5-8% p.a. anstreben, werden auf dem noch unterinvestierten europäischen Sponsorless-Markt in der Regel Bruttorenditen von 13-15% p.a. erzielt.

Investitionsfall aus der Praxis

Besicherte Finanzierung für die Eigentümer eines Schweizer Dentalhygiene-Unternehmens:

Eckpunkte der Transaktion:

- Wachstums- und Refinanzierungskredit
- Besichert durch Wohnimmobilien und persönliche Garantien
- 43% LTV/ 2,3 Deckungsgrad auf Basis der Immobilienbewertung
- 12% LTV / 8,3 Deckungsgrad auf Basis des Gesamtvermögens

Anlageinstrument:

- Besicherte Finanzierungsfazilität
- Drei Jahre bis Fälligkeit

Renditeziel: 17% IRR (ca. 1,6 x MOIC)

Quelle: Ninety One. Nur zur Illustration.

Optimaler Zeitpunkt für Private-Debt-Anlagen

In Europa gibt es viel mehr potenzielle Kreditnehmer ohne Private-Equity-Sponsor als es gesponserte Kreditnehmer gibt. Dadurch ist das Auswahluniversum viel größer und Kreditgeber können sich durch ein selektives Vorgehen attraktive Konditionen und Gläubigerschutzklauseln sichern.

Viele gesponserte Unternehmen nehmen Fremdkapital auf, um die Eigenkapitalrendite für ihre Private-Equity-Eigentümer zu maximieren – eines ihrer wichtigsten Ziele. Dagegen benötigen Kreditnehmer ohne Private-Equity-Sponsor – die von ihren Gründern geleitet werden – in der Regel Kapital, um ihr Geschäft auszubauen und Renditen zu erwirtschaften, mit denen sie ihre Schulden zurückzahlen können. Viele Sponsorless-Kredite generieren für Ihre Kreditgeber attraktivere risikobereinigte Renditen bei einer gleichzeitig besseren Absicherung aufgrund ihrer niedrigeren Beleihungsquoten (LTV). Die aktuellen Rahmenbedingungen sind demnach vielversprechend.

Allgemeine Risiken: Der Wert von Anlagen und die Erträge hieraus können sowohl fallen als auch steigen. Zu den spezifischen Risiken gehören u.a.: Zahlungsausfälle: Es besteht das Risiko, dass Emittenten von Festzinsanlagen (z. B. Anleihen) nicht in der Lage sind, die Zinszahlungen zu leisten oder das geliehene Geld zurückzuzahlen. Je schlechter die Kreditqualität des Emittenten, desto größer das Ausfallrisiko und damit das Risiko eines Wertverlusts aus dem Investment.

Wichtige Informationen

Diese Kommunikation richtet sich ausschließlich an institutionelle Investoren.

Die Informationen können sich auf allgemeine Marktaktivitäten oder Branchentrends beziehen und sind nicht als Prognosen, Analysen oder Anlageberatung zu verstehen. Die hier dargestellten Wirtschafts- und Markteinschätzungen spiegeln die Einschätzungen von Ninety One zum jeweils angegebenen Zeitpunkt wider und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird nicht garantiert, dass die dargestellten Einschätzungen und Meinungen zutreffend sind. Die dargestellten Einschätzungen und Meinungen spiegeln nicht notwendigerweise die Ansichten

Private-Debt: Sponsorless-Transaktionen¹ bei Mittelstandskrediten – ein unausgeschöpfter Markt

von Ninety One als Unternehmen wider, und es können unterschiedliche Ansichten auf der Grundlage unterschiedlicher Anlageziele vertreten werden. Obwohl wir alle aus externen Quellen bezogenen Informationen für zuverlässig halten, haben wir diese nicht unabhängig überprüft und können ihre Genauigkeit oder Vollständigkeit daher nicht garantieren (ESG-bezogene Daten befinden sich noch in einem frühen Entwicklungsstadium und die diesbezüglichen Schätzungen und Angaben der Unternehmen variieren erheblich. Doppelzählungen sind bei allen aggregierten CO₂-Daten unvermeidlich.) Bei den internen Daten von Ninety One kann es sich um ungeprüfte Daten handeln. Ninety One bietet keine Rechts- oder Steuerberatung an. Vor steuerlich motivierten oder steuerlich relevanten Anlageentscheidungen sollten künftige Investoren mit ihrem Steuerberater Rücksprache halten.

Sofern nicht anderweitig genehmigt, dürfen diese Informationen ohne die vorherige schriftliche Zustimmung von Ninety One nicht gezeigt, kopiert, übertragen oder anderweitig an Dritte weitergegeben werden. © 2022 Ninety One. Alle Rechte vorbehalten. Herausgegeben von Ninety One, Januar 2023

Kontakt und Autoren:

Ninety One Luxembourg S.A. – German Branch
Bockenheimer Landstraße 23
60325 Frankfurt am Main
germany@ninetyone.com
www.ninetyone.com

Maik Fechner

*Country Head Germany and Austria,
Director Institutional Clients
Telefon: +49 69 7158 5902
E-Mail: maik.fechner@ninetyone.com*

Julian Wess

*Manager Institutional Clients
Telefon: +49 69 7158 5903
E-Mail: julian.wess@ninetyone.com*

Volatilität an europäischen Märkten bietet Chancen für Investitionen in Immobilienkredite

Angesichts gestiegener Zinsen, einer im historischen Vergleich hohen Inflation und der Gefahr eines bevorstehenden Konjunkturabschwungs herrscht weiterhin Unruhe an den Märkten. Vor diesem Hintergrund haben es Investoren zurzeit schwer, ihre Renditeziele zu realisieren. Dennoch können Assetklassen wie Commercial Real Estate (CRE) Debt sowohl kurz- als auch mittel- bis langfristig Wertschöpfungspotenziale bieten und gleichzeitig als wirksames Instrument zur breiteren Diversifizierung des Gesamtportfolios dienen.

Für die wachsende Attraktivität von Immobilienkrediten im Euroraum sowie im Vereinigten Königreich sind vor allem vier Faktoren verantwortlich:

- Die hohen Zinsen und Inflationsraten belasten nach wie vor die Konjunktur: Zwar wird nach übereinstimmender Einschätzung davon ausgegangen, dass sich die Lage gegen Ende 2023 entspannen wird. Doch die Auswirkungen gestiegener Zinsen werden noch längerfristige Nachwehen haben.
- Darüber hinaus haben die gestiegenen Zinsen die Finanzierung von Immobilientransaktionen verteuert. Somit können Investitionen in Immobilienkredite eine attraktivere Rendite erzielen als Direktinvestitionen in Immobilienobjekte.
- Bisher stießen Investoren, die in Real Estate Equity oder Debt investieren, sowohl in der EU als auch in Großbritannien auf ein positives regulatorisches Umfeld. Zudem ist die Nachfrage nach Transaktionen in beiden Regionen erfreulich hoch, was durch einen zunehmenden Trend zur Finanzierung durch alternative Kreditgeber noch verstärkt wird.
- Als Assetklasse sowie als Debt-Investments weisen Immobilien im Rahmen einer ausgewogenen Diversifizierung des Portfolios zahlreiche Vorteile auf. In der Vergangenheit zeichneten sich Immobilien-Investitionen durch eine geringe Volatilität und stabile Cashflows aus.



Romina Smith
Senior Managing Director,
Head of Europe,
Global Client Group

Aufgrund der sich verändernden konjunkturellen Rahmenbedingungen dürften realisierbare und überzeugende Chancen auf dem Real Estate Debt Markt entstehen.

Das wirtschaftliche Umfeld verändert sich zugunsten von CRE Debt

In ganz Europa leidet die Wirtschaft unter den anhaltenden Folgen der Corona-Pandemie und des russischen Angriffs auf die Ukraine sowie den beträchtlichen Preissteigerungen bei Energie und Lebensmitteln und der damit einhergehenden Krise der Lebenshaltungskosten.

Im Jahr 2022 haben gesellschaftliche und geopolitische Krisenherde zu einem sprunghaften Anstieg der Inflation geführt, die zum Jahresende europaweit bei 9,2 % lag. Im Vereinigten Königreich ist sie im Dezember auf einen Wert von 10,5 % geklettert, nachdem sie seit September 2022 den höchsten Stand seit 40 Jahren erreicht hatte. Auf die galoppierende Inflation haben Notenbanken in Europa und Großbritannien mit einer Anhebung der Leitzinsen reagiert und dürften sie Anfang 2023 aller Wahrscheinlichkeit nach nicht wieder senken. Bis die geldpolitischen Entscheidungsträger die Teuerung fest in den Griff bekommen, werden damit auf absehbare Zeit die Renditen hoch bleiben.

Europäische Länder stehen vor kräftigem Konjunkturabschwung

Ab Ende 2022 dürfte es auf den Nutzermärkten sektorübergreifend zu ersten Turbulenzen kommen

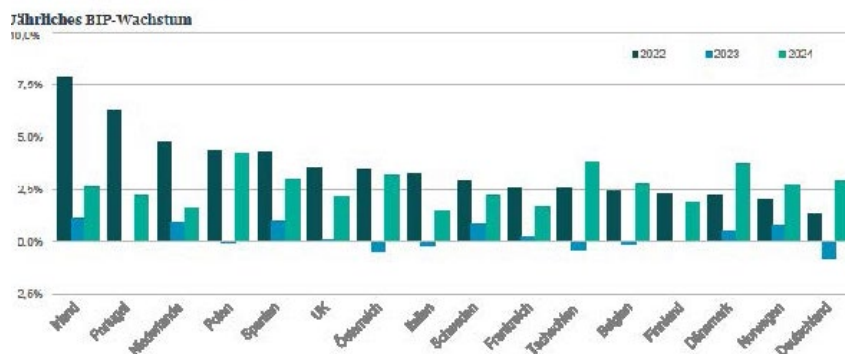


Abbildung 1: Quelle: Debra Economics, September 2022.

Abbildung 1: Quelle: Oxford Economics, September 2022.

Volatilität an europäischen Märkten bietet Chancen für Investitionen in Immobilienkredite

Immobilienkredite können zusätzliche Renditechancen eröffnen

Gemessen am Bruttoinlandsprodukt (BIP) dürfte die europäische Konjunktur einer Prognose zufolge im Jahr 2023 gegenüber dem Vorjahr schwächer ausfallen (siehe Abbildung 1). Diese rückläufige Entwicklung ist auf den drastischen und kräftigen Anstieg der Zinsen in Verbindung mit höheren Inflationsraten zurückzuführen.

Gestiegene Zinsen haben ferner dafür gesorgt, dass die Finanzierungskosten für gewerbliche Immobilienobjekte inzwischen höher liegen als die entsprechende Rendite einer Direktinvestition in diesen Sektor. Für Kreditnehmer erweist sich diese dynamische Veränderung als problematisch. Für Gläubiger bietet der Anstieg der Finanzierungskosten indes die Möglichkeit, bessere Renditen zu erzielen und sich gegen einen möglichen Preisverfall bei Immobilienwerten abzusichern.

Auch wenn derzeit die Rahmenbedingungen auf dem Markt für CRE Debt eine Herausforderung darstellen, dürften sie perspektivisch von einer Verbesserung der wirtschaftlichen Aussichten profitieren. Wie bereits erwähnt, ist in naher Zukunft keine Lockerung der geldpolitischen Straffung zu erwarten. In Verbindung mit einem niedrigeren Finanzierungsangebot und der stärkeren Preisgestaltungsmacht von Kreditgebern haben diese Faktoren eine hervorragende Grundlage für Investitionsmöglichkeiten in Immobilienkredite geschaffen.

Für Investoren attraktive Rahmenbedingungen

Für Debt-Investoren stellen das Vereinigte Königreich und Europa ein günstiges Umfeld dar. Sowohl Banken als auch bankfremden Kreditgebern stehen Europa und Großbritannien in regulatorischer Hinsicht bisher wohlgesonnen gegenüber. So dürften auch in Zukunft Kapitalsuchende sowie Finanzierungswillige gleichermaßen ermutigt werden, in diesen Regionen Transaktionen zu realisieren. Dank dieser kreditgeberfreundlichen Einstellung hat sich ein ausgefeilteres und vielfältigeres Angebot an Finanzierungsmöglichkeiten herausgebildet, das einer größeren Anzahl bankfremder Kreditgeber den Zugang zum Markt ermöglicht. Diese Tatsache erweist sich aufgrund der Zurückhaltung herkömmlicher Kreditgeber im gegenwärtigen Konjunkturmilieu als vorteilhaft.

Hinzu kommt, dass die Akzeptanz alternativer Kreditgeber durch attraktive Besonderheiten des Debt-Marktes, wie z. B. die Leichtigkeit der Geschäftstätigkeit, noch verstärkt wird. Im weltweiten Ranking des Immobiliendienstleisters JLL lag Großbritannien in Bezug auf die Markttransparenz an der Spitze, während Frankreich an dritter Stelle rangierte. Immerhin nahm Deutschland einen Platz

unter den Top 10 ein. Auch Spanien und Italien schnitten bei der Transparenz der Transaktionsprozesse gut ab.

Außerdem hat die Schwäche mancher Währungen Anreize für ausländische Investoren geschaffen - vor allem für Anleger, die in US-Dollar investieren - zumal eine mittelfristige Korrektur der Währungskurse die Renditen beflügeln könnte. In Anbetracht einer für das Jahr 2024 erwarteten Verbesserung der konjunkturellen Dynamik (siehe Abbildung 1) bleibt aber das aktuelle Umfeld für Investitionen in Immobilienkredite auch für europäische Investoren durchaus attraktiv. Schließlich bietet der Sektor die Möglichkeit, Portfolios von Direktinvestitionen optimal zu diversifizieren.

Die Chancen von Immobilienkrediten: Mehr als nur eine Zeiterscheinung

Die Möglichkeiten, die sich heute für Debt-Investoren in Europa und dem Vereinigten Königreich eröffnen, resultieren aus der Gesamtheit mehrerer Faktoren, die über verschiedene Zeithorizonte hinweg positive Wirkungen entfalten könnten.

Als Assetklasse mit historisch niedriger Volatilität können Immobilienkredite solide und regelmäßige Einnahmen, Barrenditen sowie eine Inflationsabsicherung bieten. Davon können Debt-Investoren profitieren, z. B. über vertraglich vereinbarte Zinszahlungen, die Geldgeber weitgehend vor schwankenden Mieteinnahmen schützen.

Darüber hinaus ergab eine Untersuchung von Nuveen Real Estate, dass die Wahrscheinlichkeit einer vollständigen Tilgung europäischer Immobilienkredite über Zeiträume von zwei und fünf Jahren sehr hoch ist und gleichzeitig die Verluste sehr begrenzt sind. Untermauert werden damit die geringe Volatilität sowie die kapitalerhaltende Funktion solcher Investitionen. Ein weiteres Argument für Immobilienkredite, das vor allem im Falle einer weltweiten Rezession zum Tragen käme, besteht darin, dass sie eine erhebliche Reduzierung von Abwärtsrisiken bieten können. Dieser liegt im vom Sponsor gestellten Eigenkapital, das bei rückläufigen Märkten zuerst Verluste auffangen würde.

Analog zu den Chancen bei Real Estate Equity bieten auch die Debt-Märkte Diversifizierungsmöglichkeiten in verschiedenen Segmenten - von Logistik über Einzelhandel bis hin zu Wohnen. Längerfristige Chancen in allen Segmenten des Immobilienmarktes werden auch in Zukunft von strukturellen Megatrends geprägt sein. So bietet die Urbanisierung nach wie vor Möglichkeiten bei Wohn- und Gewerbeimmobilien, ebenso wie die zunehmende Tendenz zu nachhaltigeren Gebäuden. Technologische Weiterentwicklungen dürften mehr Arbeitsplätze schaffen und der Online-Handel wird seine Marktanteile weiter ausbauen. Des Weiteren könnten einige

Volatilität an europäischen Märkten bietet Chancen für Investitionen in Immobilienkredite

Trends, wie das Reshoring - die Rückverlagerung von Produktionskapazitäten und Lieferketten in europäische Industriestaaten - den heimischen Immobiliensektor begünstigen. Das dürfte sich positiv auf Logistik- und Gewerbeimmobilien auswirken.

Markteintrittsbarrieren überwinden

Für Debt-Investoren könnte sich das aktuelle Umfeld angesichts knapper gewordener Finanzierungsquellen und attraktiver Konditionen für gefragte Assetklassen nicht nur bei kurz- bis mittelfristigen, sondern auch bei langfristigen Renditen als positiv erweisen.

In der Vergangenheit wurde der Löwenanteil der gewerblichen Immobilienfinanzierung in Europa von traditionellen Banken bereitgestellt. Schwierigkeiten bei der Kapitalbeschaffung und -verwendung sowie mangelnde Ressourcen für die direkte Kreditvergabe waren zwei der Haupthindernisse für den Markteintritt alternativer Kreditgeber.

Eine weitere Hürde bei Immobilieninvestitionen besteht darin, die notwendige Erfahrung und die Kenntnis der lokalen Immobilienmärkte in den einzelnen Sektoren sowie das Verständnis der Entwicklung im jeweiligen Finanzierungsumfeld aufzuweisen. Es erfordert lokales Know-how, um die Nachfrage bestimmter Kreditnehmergruppen und den Bedarf an unterschiedlichen Finanzierungsformen zu identifizieren. Im Hinblick der Attraktivität Europas unter den aktuellen konjunkturellen und marktspezifischen Bedingungen wird es immer wichtiger, die standortspezifische Investitionskultur, -nachfrage und -prozesse zu verstehen.

Bankfremde Kreditgeber wie Nuveen Real Estate, die über umfangreiche Erfahrungen im europäischen Immobiliensektor verfügen, haben sich in einigen Zielmärkten der Region erfolgreich etabliert. Insbesondere dort, wo eine vorsichtiger Kreditvergabe der Banken zu einer Verknappung des Finanzierungsangebots geführt und die Kaufkraft alternativer Kreditgeber in diesem Segment gestärkt hat.

Kontakt:

Nuveen
Bockenheimer Landstr. 24
60323 Frankfurt
www.nuveen.com

Romina Smith
Senior Managing Director,
Head of Europe,
Global Client Group
Telefon: +49 69 667736 871
E-Mail: romina.smith@nuveenglobal.com

Die Auswirkungen steigender Zinsen auf den Immobilienmarkt und wie Investoren davon profitieren können

Die Veränderung der Zinslandschaft wirkt sich auch auf das Investorenverhalten im Immobiliensektor aus. Die folgende Abhandlung erklärt die wesentlichen Beobachtungen und nennt Beispiele, welche Chancen sich daraus ergeben und wie Investoren von diesem veränderten Zinsumfeld profitieren können.

Das vergangene Jahrzehnt war von einem Umfeld konstant fallender Zinsen geprägt. Die 10-Jahres EUR Swap Rate sank von über 4% im Jahr 2010 auf ein Tief von unter 0% in 2020. Mehr als 10 Jahre lang bot sich somit ein positiver Rahmen für Immobilieninvestitionen und die Immobilien-Kapitalwerte für Wohnen und Büro sind im selben Zeitraum konstant gestiegen. In den letzten neun Monaten hat sich das Umfeld jedoch erheblich verändert: Vor dem Hintergrund einer Konsumentenpreis-inflation von aktuell über 10% und den darauffolgenden Zinsanhebungen der EZB stieg die Swap Rate wieder auf über 2,5%.

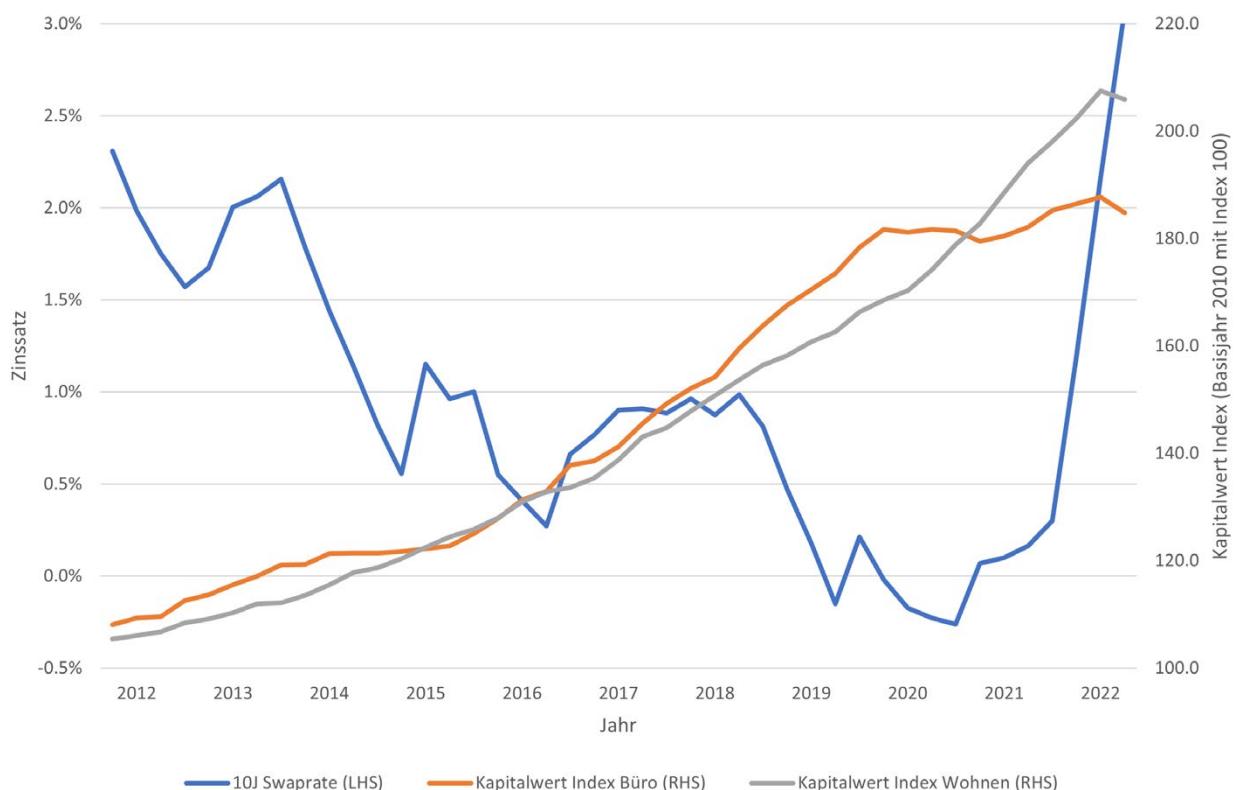
In der strategischen Asset Allokation stellt sich für Investoren somit die Frage nach dem relativen Wert ihrer Investitionen im Hinblick auf Liquidität, Risiko und erwarteter Rendite. Die aktuellen Beobachtungen zeigen, dass liquide Märkte das Umfeld höherer Zinsen sehr schnell in Form von höheren Renditeanforderungen abbilden, wohingegen illiquide Assets diese Anpassungen erst mit einer Latenz in den Renditen realisieren.



Guido Gerstner
Managing Director,
Head of Real Estate Debt,
Prime Capital AG

Was bedeutet dieser Effekt für die illiquideren Immobilienmärkte und deren Netto-Anfangsrendite?

Aufgrund des gestiegenen Zinsumfelds sollten sich für Equity Investoren die Zielrenditen für neue Investitionen nach oben anpassen, was nur durch geringere Ankaufpreise oder höhere (indexierte) Mieteinnahmen möglich sein wird. In diesem Bereich lässt sich beobachten, dass sich die Preisfindung zwischen Angebot und Nachfrage aktuell in längeren Verhandlungsrunden widerspiegelt. Teilweise werden auch bereits fixierte Kaufpreise nachverhandelt, um auf das veränderte Marktumfeld zu reagieren. Eine weitere Beobachtung ist, dass immer häufiger Verhandlungen abgebrochen bzw. Verträge rückabgewickelt werden, da sich die Vertragsparteien nicht auf einen gemeinsamen Transaktionspreis verständigen können. In der Folge



Die Auswirkungen steigender Zinsen auf den Immobilienmarkt und wie Investoren davon profitieren können

der Zinssteigerungen lässt sich seit dem zweiten Quartal 2022 somit zum einen eine sich zunehmend vergrößernde Lücke zwischen Angebots- und Nachfragepreisen im Rahmen einer Neuausrichtung der Immobilienpreise beobachten. Zum anderen reduzierte sich das Transaktionsvolumen teilweise deutlich, da viele Marktteilnehmer derzeit eine abwartende Haltung einnehmen, um die weiteren Marktentwicklungen zu beobachten.

Die Verkäuferseite sieht sich meist nicht dazu veranlasst, auf einen Nachlass auf den Preis einzugehen, auch um teilweise das eingebrachte Eigenkapital oder die Gesamrendite der Investition nicht zu gefährden. Die Käuferseite hingegen muss inzwischen mit deutlich höheren Finanzierungszinsen kalkulieren, was zu einer Mehrbelastung in der Gesamtkostenbetrachtung und somit zu einer geringeren Zielrendite führt. Als Konsequenz werden die Kaufpreisvorstellungen der Käuferseite nach unten angepasst.

Die abrupte Veränderung der Zinsen hat daher auch Auswirkungen auf die Fremdkapitalgeber. Allem voran besteht erhöhte Unsicherheit, wie sich die Marktpreise zukünftig entwickeln werden. Auch im Bauträgergeschäft ist die Erwerbbarkeit von Wohneigentum durch Privaterwerber angesichts höherer Hypothekenzinsen erschwert worden, was zum Beispiel den Einzelvertrieb von Eigentumswohnungen deutlich reduziert hat. Ferner muss auch die Tragfähigkeit der Finanzierung durch höhere Refinanzierungskosten betrachtet werden. Im Wesentlichen müssen die Annahmen der Business Pläne einem kritischen Test standhalten, was u. a. die Bewertung der Einstandspreise von Projektentwicklergrundstücken, Nebenkosten, Miet- und Verkaufsannahmen, sowie Baukosten betrifft. Die höheren Energiekosten sowie sich verteuernde Kosten der Baumaterialien haben insgesamt zu einer Baukosteninflation geführt.

Eine weitere Herausforderung ist die Frage, wie lange sich Bestandsgebäude mit geringer Energie-Effizienz noch finanzieren lassen. Der Wettbewerb mit modernen, nachhaltigen Gebäuden wird hier eine weitere Frage im Sinne der Finanzierbarkeit aufwerfen. Ferner stellen Manage-to-Green-Strategien eine interessante Alternative zum Neubau dar, denn das beim Neubau entstehende CO₂ ist bei Bestandsimmobilien bereits enthalten. Nicht für jedes Bestandsgebäude lohnt sich jedoch die Transformation in „Grüne Gebäude“, sodass auch dieser Faktor in der Neuausrichtung von Finanzierungen inzwischen eine große Bedeutung einnimmt und umgekehrt auch interessante Finanzierungsoportunitäten generiert werden.

Banken sind weiterhin für die Bereitstellung von Immobilienfinanzierungen ein wichtiger und relevanter Marktteilnehmer. Es ist jedoch auf Bankenseite eine Verlangsamung der Prozesse und eine deutlich

stärkere Fokussierung auf das aktuelle Bestandsportfolio sowie die zielgerichtete Betreuung von bestehenden Kundenverbindungen zu beobachten. Diese Veränderung hat positive Auswirkungen auf die Kreditanfragen im Bereich der Alternativen Finanzierer. Ursprünglich für die Finanzierung durch Banken vorgesehene Transaktionen landen nunmehr immer öfter im Bereich der Finanzierungsprüfung von Alternativen Finanzierern. Dadurch erhöht sich die Qualität der Finanzierungsanfragen auf Seiten der Alternativen, die sich jedoch - genau wie Banken - Herausforderungen bei der Kreditvergabe ausgesetzt sehen und einen entsprechend intensiven Kreditprozess ausführen.

Bei all den Herausforderungen der aktuellen Marktphase darf jedoch nicht vergessen werden, dass kritische Prüfungen seit jeher im Sinne einer ordentlichen Kreditbearbeitung regelmäßiger Bestandteil der Kreditanalyse sind und es auch entsprechende Absicherungsinstrumente gibt. Neben der Besicherung durch Mieteinnahmen und Grundschulden stehen hier auch persönliche Bürgschaften und Garantien vom Kreditnehmer als Wertsicherungsinstrumente zur Verfügung. Ferner sind Mietverträge im Wohn- und Gewerbesegment in der Regel Inflations-indexiert, sodass auch hier (teilweise) Anpassungen bei Mieteinnahmen im Einklang mit den individuellen Indexierungs-Regelungen generiert werden können, was die Bedienbarkeit der Finanzierung verbessert. Ferner steigen im aktuellen Umfeld die Anforderungen an das einzubringende Eigenkapital als risikomitigierender Faktor, wodurch sich das ausgereichte Fremdkapital reduziert. Die Höhe des erforderlichen Eigenkapitals orientiert sich in der Bestandsfinanzierung insbesondere an der Tragfähigkeit der Mieteinnahmen zur Bedienung der Zinsen und Tilgung. Je geringer die Höhe des Fremdkapitals ist, umso einfacher ist die Bedienbarkeit der Verschuldung. Daneben spielt wie immer auch die Lage der Immobilie eine sehr wichtige Rolle, da es insbesondere um die Neu- und Wiedervermietungsprognose und den Erhalt oder die Wiederherstellung des Miet-Cash Flows geht. Ebenso entscheidet die Lage im Zusammenspiel mit erzielbaren Mieten darüber, ob sich eine Investition zur Neuvermietung und Modernisierung der Immobilie auch im Rahmen einer Investitionsrechnung lohnt.

Für Investoren bieten sich hier im aktuellen Umfeld durch ein Investment in Real Estate Private Debt gleich mehrere interessante Anlageperspektiven.

In Phasen, in denen die Immobilienpreise nach unten korrigiert werden, nimmt das Eigenkapital die sogenannte First Loss-Position ein. Dies kann bei Realisierung von geringeren Verkaufspreisen zu niedrigeren oder negativen Renditen führen. Im Vergleich dazu bietet das Eigenkapital für Real Estate Debt-Investoren einen Risikopuffer und schützt diese somit bis zu einem gewissen Grad vor

Die Auswirkungen steigender Zinsen auf den Immobilienmarkt und wie Investoren davon profitieren können

Verlusten, was in der aktuellen Marktphase einen klaren Vorteil im Vergleich zum Equity Investment darstellt.

Ein weiterer Vorteil von Private Debt-Finanzierungen gegenüber Private Equity besteht darin, dass steigende Mieten zunächst für die Bedienung von Zinsen und Tilgung herangezogen werden und erst nach deren Bedienung als freier Cash Flow an das Equity weitergeleitet wird.

Alternative Finanzierer investieren die Gelder in der Regel eher kurzfristig mit durchschnittlichen Finanzierungslaufzeiten von ein bis drei Jahren. Dies bietet den Vorteil, dass die Finanzierungskonditionen regelmäßig und in kürzeren Abständen an das höhere Zinsniveau angepasst und Rückführungen entsprechend höher verzinst neu ausgereicht werden. Im Ergebnis erhöhen sich dadurch in einem steigenden Zinsumfeld die Renditen und Ausschüttungen aus von den Debt Funds ausgereichten Investitionen zu Gunsten der Investoren. Neben der Anpassung von Konditionen können durch die kurzen Laufzeiten auch risikomitigierende Faktoren (bspw. Covenant-Höhen) laufend an das aktuelle Marktniveau angepasst werden.

Die Besicherung über Grundschulden stellt ein Wertsicherungsinstrument dar, durch welches die Finanzierung über den Objektwert der Immobilie im Vorrang zum Equity abgesichert ist. Im Vergleich hierzu trägt das Equity Investment in einer Marktkorrekturphase den direkten Wertverlust bei einer Abwertung des Objektwerts. Daneben trägt die Abtretung der Mieteinnahmen zusätzlich zu einer verbesserten Risikoposition bei, da die Mieten zunächst zur Bedienung der Forderungen aus der Finanzierung dienen und erst im Nachrang dem Equity zur Ausschüttung zustehen.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass steigende Zinsen kurzfristig zu höheren Renditen von Real Estate Private Debt führen. Ferner erhöht die Ausrichtung der Kreditvergabe auf konservativere Finanzierungsstrukturen den Raum zur Risiko-Anpassung. Schlussendlich bietet die selektive Auswahl der richtigen Standorte mit dem adäquaten Mieterprofil in Kombination mit einer nachhaltigen Immobilie weiterhin die Möglichkeit, stabile Erträge zu generieren. Aufgrund der zuvor beschriebenen, latenten Anpassung von Immobilienpreisen an höhere Anfangsrenditen und der Neuausrichtung von

Immobilienfinanzierungen auf aktuellem Marktniveau befinden sich die Renditen von Real Estate Private Debt und Real Estate Equity derzeit nahezu auf demselben Niveau, jedoch mit einem besseren Risikoprofil zu Gunsten von Private Debt.

WICHTIGE RECHTLICHE HINWEISE

Das vorliegende Material richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren und ist nicht zur Weitergabe an Privatanleger bestimmt. Dieses Material dient den Informationszwecken und stellt keine individuelle Anlageberatung, Empfehlung oder Einladung, Aufforderung bzw. Angebot dar, eines der genannten Produkte, Dienstleistungen oder Anlagestrategien in Anspruch zu nehmen, oder zu kaufen oder zu verkaufen. Die bereitgestellten Informationen sollen keine ausreichende Grundlage für eine Investitionsentscheidung bieten. Die hierin enthaltenen Informationen sind nur eine Zusammenfassung der wichtigsten Informationen, sind nicht vollständig und enthalten keine wesentlichen Angaben, einschließlich wichtiger Konfliktangaben und Risikofaktoren im Zusammenhang mit einer Investition, und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Alle Informationen und Aussagen des Autors entsprechen dem Datum der Veröffentlichung. Es besteht keine Verpflichtung, dieses Material zu aktualisieren, zu ändern oder zu ergänzen oder den Leser anderweitig zu benachrichtigen, falls die hierin genannten Informationen oder die hier in diesem Text dargelegte Meinung, Projektion, Prognose oder Schätzung sich ändert oder unzutreffend wird. Prime Capital übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung und den Inhalt dieses Materials. Eine Kopie des Materials darf unter keinen Umständen ohne vorherige Zustimmung von Prime Capital vervielfältigt, verändert oder weitergegeben werden. Das Material stellt keine Rechts- oder Steuerberatung dar.

Kontakt und Autor:

Prime Capital AG
Bockenheimer Landstraße 51-53
60325 Frankfurt
www.primecapital-ag.com

Guido Gerstner
Managing Director, Head of Real Estate Debt
Telefon: +49 69 9686 984 265
E-Mail: Guido.Gerstner@primecapital-ag.com

Private Real Estate Debt Investments - Ende eines kontinuierlichen Aufschwungs?

Seit Jahren wächst der Marktanteil von privaten Unternehmenskrediten kontinuierlich und findet in Q1 des Jahres 2022 seinen Peak bei 68% der Unternehmensfinanzierungen. Eine Etablierung alternativer Finanzierungsmethoden lässt sich also, jenseits der klassischen Bankenfinanzierung, auch in Deutschland nicht abstreiten. Doch kann diese positive Entwicklung auch im aktuellen Marktumfeld weiter bestehen?

Herausforderungen und Chancen in Zeiten der Krise

Makroökonomische Krise (Inflation, Zinsanstieg und Rezession)

Das prognostizierte Inflationsniveau für das Jahr 2023 liegt nach verschiedenen Veröffentlichungen¹ (Okt./Nov. 2022) zwischen 4,5%-8% und der Immobilienmarkt ist mit historisch hohen Marktzinsen konfrontiert. Auf Kreditnehmerseite führen die gestiegenen Kapitalkosten in Form eines negativen Leverage-Effekts und der Notwendigkeit einer höheren Eigenkapitalquote zu Herausforderungen. Auch können nötige CapEx bei höheren Kapitalkosten, häufig nicht mehr aus den Immobilien Cashflows bedient werden. Die Liquiditätsprobleme auf Kreditnehmerseite stellen im Hinblick auf den momentanen Rückzug klassischer Geldgeber aus der Immobilienbranche eine Chance für Investoren dar.

Dabei besitzen alternative Kapitalgeber aufgrund der geringen Finanzierungsinitiative der Banken nun eine bessere Verhandlungsposition in Bezug auf Margen, strikte Covenants oder geringere Loan-to-Value-Levels (LTV). Dazu kommt der am Markt herrschende „Denominator-Effekt“ - Portfolioanteile illiquider Assets wachsen, da das Gesamtportfolio der Investoren durch den Markteinbruch an Wert verloren hat. Besonders im börsennotierten Sektor nahmen die Abschläge auf den Net-Asset-Value (NAV) weiter zu. Kreditnehmer stehen daher vor der Herausforderung, dass vereinbarte LTVs nicht mehr eingehalten werden können und sind auf alternative Finanzierungen angewiesen.

Ulrich Kastner, von Lenwood Capital GmbH, beobachtet derzeit eine höhere Nachfrage am Markt. Er berichtet, dass bei rund 10% weniger LTV, 1-2 Prozentpunkte mehr Rendite möglich sind. Er ergänzt jedoch, dass „die Volatilität aktuell im LTV eine höhere ist. Selbst bei einer Anpassung des LTVs auf den heutigen Markt, der nur langsam stattfindet, ist das LTV heute volatil als früher.“

Auch auf Immobilienprojektentwicklungen hat die derzeitige Entwicklung deutliche Auswirkungen. Mehrere Faktoren wie



Sebastian Kreutel
Director, PwC



Andreas Hofstätter
Senior Manager, PwC



Niklas Storch
Manager, PwC

Rohstoffknappheit, die Steigerung der Material- und Baukosten sowie die Energiekrise haben Projektentwicklungen risikoreicher gemacht. Die Kombination aus gestiegenen Kosten, Projektverzögerungen und -aufschüben sowie verlängerten Verhandlungsphasen führt bei Entwicklern zu Liquiditätslücken, die über Zwischenfinanzierungen gedeckt werden müssen.

Veränderungen durch Trends und Regulatorik

Aufgrund der immer strengeren Regulatorik und Trends, verlagern Banken seit längerem ihren Schwerpunkt bei der Kreditvergabe weg von nicht-nachhaltigen Assets hin zu Netto-Null-Emissions- und Biodiversitätsprojekten.

Auch bei Private Debt ist der Trend zu ESG integrierten Produkten gestiegen. So ist laut einer Umfrage das Schwerpunktthema für Investoren. 52% der Private Debt Investoren sehen Nachhaltigkeit als Schlüsselfaktor für den Erfolg. Speziell auf das Segment Infrastruktur und RE Investments bezogen, betonen 70% der Investoren die Maßgeblichkeit von ESG für das Risikomanagement und langfristigen Erfolg. Die hohe Nachfrage nach Immobilien-Kreditfonds, besonders durch institutionelle Investoren, wie z.B. Family Offices, Pensionskassen oder Versicherungen, führt somit dazu, dass Asset Manager, ihre Anlagestrategien erweitern und dabei mehr und mehr aktuelle

¹ Bundesregierung, EU-Kommission, Internationaler Währungsfonds und OECD

Private Real Estate Debt Investments - Ende eines kontinuierlichen Aufschwungs?

Trends wie z.B. Nachhaltigkeit bei der Selektion der Kredite berücksichtigen.

Trotzdem bietet Private Debt auch weiterhin Finanzierungschancen für nicht-nachhaltige Assets, die höhere Risikoanforderungen an das Eigenkapital haben. Gegebenenfalls kann Private Debt, die durch Regulatorik verursachte Finanzierungslücke für diese Assets schließen, indem es hier eine Stelle im Finanzierungsmix einnimmt. Dies soll kurzfristig als „Bridge-Finanzierung“ dienen und ist für lange Laufzeiten ungeeignet. Private Debt kann hier mit kurzfristigen Immobiliendarlehen diese Klasse erschließen, bis diese wieder vom Investor weiterentwickelt wird.

Ausblick

In Europa ist die Assetklasse Private Real Estate Debt derzeit nicht stark etabliert im Vergleich zum Anglo-Amerikanischen Raum. Mit Blick auf die USA, wo alternative Immobilienkredite ca. die Hälfte des Marktes für gewerbliche Immobilienkredite ausmachen, oder UK wo der Marktanteil der nicht-bankgebundenen Kreditgeber ca. viermal so hoch ist wie in Deutschland, lässt sich vermeintlich schließen, dass die Anlageklasse in Europa in den nächsten Jahren zunehmen wird (Corestate Capital Group, 2022).

Um bestmögliche aktuelle Sichtweisen zu erhalten, wurden Interviews mit verschiedenen Marktteilnehmern aus dem Banking- und Private Real Estate Debt Umfeld geführt.

Marktmeinungen wurden dazu eingeholt von:

Ulrich Kastner, Managing Partner der Lenwood Capital GmbH.

Die Lenwood Capital GmbH agiert als Alternative Lender und investiert europaweit in Immobilienfinanzierungen in Bereichen, in denen Banken keine Finanzierungen tätigen. Dabei bewegen sie sich vor allem oberhalb einer Seniorfinanzierung und bieten Mezzanine Debt Finanzierungen. Ihre Assetklassen umfassen unter anderem Office, Residential, Retail, Logistic und Light Industrial. Derzeit finanziert die Lenwood Capital GmbH 35 Investitionsprojekte.

Im Gegensatz zur obigen Ausführung bewertet Ulrich Kastner die künftigen Entwicklungen wie folgt: Er gehe davon aus, dass Private Debt nicht auf das gleiche Investment-Level ansteigen wird wie z.B. in UK, da die Marktvolatilität in Deutschland um einiges geringer als in den anderen Ländern sei. Zumal der deutsche Markt bei Kreditklemmen mehr Möglichkeiten zur Unterstützung durch einen anderen Bankenmarkt biete und deutsche Banken vermehrt den Mittelstand finanzieren. Hinzu kommt, dass in Deutschland ein

signifikanter Teil der Finanzierungen aus dem öffentlich-rechtlichen bzw. genossenschaftlichen Sektor kommen. Banken würden Kredite in Deutschland nicht schnell zu einem Discount verkaufen, sondern halten. Trotzdem würden sich aufgrund der neuen Marktgegebenheiten neue Chancen für Private Debt ergeben. Gerade im Bereich der Bridge-Finanzierungen erhöhe sich das Potential, da Marktteilnehmer vermehrt auf kurzfristige Investitionen angewiesen seien.

Dr. Christian Federspieler, Head of Real Estate Germany, UniCredit Bank AG.

In der aktuellen Marktsituation bildet die UniCredit auf der Finanzierungsseite eher Senior, also klassische Immobilienfinanzierungen im kommerziellen Bereich ab.

Dr. Christian Federspieler bewertet die Marktsituation wie folgt: Die Entwicklung in der UK und US fuße auf dem Rückzug der Banken in Bezug auf die langfristige Kapitalzufuhr. Der deutsche Immobilienmarkt zeichne sich noch immer als klassischer bilateraler Bankenmarkt aus. Der fundamentale Unterschied, der die Entwicklung in anderen Ländern begünstigt, sei die hohe Diversifikation in der Kreditvergabe, während eine bilaterale Beziehung zwischen Kreditnehmern und -gebern diese in Deutschland hemme. Somit müsse sich auf dem deutschen Markt eine Struktur aus mehreren Playern entwickeln, die jedoch neben der Bereitschaft auf Kreditnehmerseite für konsortiale Strukturen und aus höheren Transaktionsvolumina auch aus den steigenden Anforderungen hinsichtlich der Kapitaleffizienz im Bankenbereich entstehen könne. Inwiefern eine solche Veränderung in Deutschland eintreten wird, sei derzeit noch unklar, jedoch ist ein intensiviertes Risk-Weighted Assets (RWA) Management bei den deutschen Banken erkennbar.

PwC Ausblick

Kreditnehmer sind aufgrund des Rückzugs traditioneller Geldgeber aus dem Finanzierungsmarkt im Zuge der momentan angespannten Wirtschaftslage und gestiegener Volatilität und steigender Zinsen vermehrt auf Private Debt Produkte angewiesen, um ihre Liquiditätslücken zu schließen. Anbieter von alternativen Finanzierungsformen können hier einen wertvollen Beitrag leisten und den Bedarf der Kreditnehmer decken. Entsprechend bewerten die Autoren die Frage nach einem möglichen Ende eines kontinuierlichen Aufschwungs im Bereich Private Real Estate Debt eher skeptisch und gehen für 2023 sogar von einer gestiegenen Nachfrage nach alternativen Finanzierungsmodellen aus. Das Rahmenwerk alternativer Finanzierungsformen schafft insbesondere in Krisenzeiten Flexibilität für Schuldner und ermöglicht es, aufgrund von individuellen Vereinbarungen, eine aktuelle Marktlage in den Konditionen und in der Vereinbarung individuell abzubilden.

Private Real Estate Debt Investments - Ende eines kontinuierlichen Aufschwungs?

Zwar kann auf der einen Seite das aktuelle Marktumfeld einzelne Kreditnehmer stärker unter Druck setzen und Liquiditätsprobleme steigern, jedoch zeigen sich diesbezüglich noch keine Anzeichen, dass dies überhandnimmt. Auf der anderen Seite führt die gestiegene Nachfrage in Vertragsverhandlungen zu einer Stärkung der Position der Kreditgeber in Punkto strengerer Covenants und Eigenkapitalanforderungen. Kreditnehmer sollten daher mit gesteigerten Due Diligence Anforderungen der Kreditgeber rechnen.

Für Investoren ergibt sich hieraus wiederum die Chance, Ausfallrisiken besser zu analysieren und gegebenenfalls zu senken, ihr Portfolio zu diversifizieren und ihr Risiko-Rendite Profil in diesem Zusammenhang zu erweitern bzw. zu optimieren. Auch das steigende Zinsumfeld bietet Investoren eher Vorteile, da so im Rahmen variabler Verzinsungen die Rendite weiter optimiert werden kann.

Der Verbleib im Markt von Investoren oder auch die Erweiterung von Engagements ermöglicht Investoren, an einer positiven Entwicklung des Immobilienmarkts, bspw. bei einer Stabilisierung des Zinsniveaus, teilzuhaben. Zudem können aufgrund der zu erwartenden höheren Nachfrage nach Private Debt Finanzierungen, die jeweiligen Bedingungen entsprechend den Anforderungen von Investoren leichter umgesetzt werden und bestehende Kundenbeziehungen weiter ausgebaut werden.

Auch das von Marktteilnehmern erwähnte, vermehrte Auftreten von Sekundärmarkt-Transaktionen, ermöglicht einerseits risikotoleranten Marktteilnehmern ihr Engagement auszubauen bzw. anderen Marktteilnehmern ihre Risikopositionen auszugleichen bzw. zu senken. Eine Belebung dieses Marktes kann in allen Fällen dazu führen, dass es zu einer Liquiditätssteigerung kommt und dieses Marktsegment weiter belebt wird.

Zudem ist der weiterhin starke Bedarf an Immobilienfinanzierungen, auch aufgrund des weiter hohen Bedarfs bspw. an Wohnungen oder auch der Sanierung von Bestandsgebäuden, als positiver Effekt auf der Nachfrageseite von Private Debt Finanzierungen zu nennen. Diese Nachfrage, auch bei risikobehafteten Assets, wird die Nachfrage nach alternativen Finanzierungsformen fördern. Eine Förderung durch die regulatorischen Rahmenbedingungen, beispielsweise durch die EU Taxonomiekonformität von 'Managed to Green'-Aktivitäten und die dahinterliegende Finanzierung, kann hier auch zu einer erhöhten Nachfrage auf Seiten der Finanzierer führen.

Auch die energetische Transformation, und die damit verbundenen Investitionen in Infrastruktur bspw. durch hohen Finanzierungsbedarf in den kommenden Jahren im Bereich von Photovoltaik Anlagen,

LNG oder Wasserstoff-Infrastruktur, könnten interessante Investitionsmöglichkeiten im Bereich Infrastructure Debt bieten. Diese Produkte können auch unter ESG-Gesichtspunkten einen wichtigen Beitrag im Portfolio des Investors leisten.

Alles in allem sind sich die Autoren einig, dass Private Debt im Real Estate Bereich eine beliebte Alternative bleiben kann, gerade in Bereichen, bei denen Banken nicht mehr stark mitwirken.

Empfehlungen für Marktteilnehmer

Für Unternehmen entsteht im aktuellen Marktumfeld, besonders durch die Finanzierungslücke, auf mehreren Ebenen Handlungsbedarf, um wettbewerbsfähig und wirtschaftlich zu bleiben. Im ersten Schritt kann im Rahmen einer Bestands- und Marktanalyse geprüft werden, inwiefern bestehende Assets im Hinblick auf veränderte Rahmenbedingungen weiterhin tragbar sind und welche Assets der Markt als Chance bietet. Speziell wenn sich Banken aufgrund nicht mehr einzuhaltender Schlüsselkennzahlen (KPI's) zurückziehen, müssen sich Unternehmen die Frage stellen, wie sie sich künftig aufstellen wollen. Hierbei gilt es auch mit Hinblick auf weitere Zinserhöhung der Zentralbanken zu beobachten, inwiefern Private Debt Priorität eingeräumt werden sollte.

Marktteilnehmer sollten zudem analysieren, welche Objekte besser abgestoßen werden sollten und für welche sich eine Refinanzierung über Private Debt Produkte lohnen könnte. Welche Optimierungsmöglichkeiten gibt es bei bestehenden Objekten? Können Investitionen wie z.B. Secondaries (Erwerb von Beteiligungen an Immobilienportfolios und/oder einzelnen Vermögenswerten von bestehenden Investoren) auf dem Markt kostengünstig erworben und abgegeben werden? Auch die strategische Ausrichtung und Verbesserung der Aufbau- und Ablauforganisation im Sinne von Effizienzsteigerungen oder Kosteneinsparungen (operational excellence) hilft Unternehmen, um in schwierigen Zeiten weiter bestehen zu können. Hierbei kann auch eine Prüfung sinnvoll sein, ob die Möglichkeiten der Digitalisierung und Automatisierung bereits bestmöglich ausgeschöpft werden. Ein gut funktionierendes Operating Model sowie eine zielgerichtete Analyse und Implementierung von Stakeholder-Anforderungen sind grundlegend für erfolgreiche Investments und sollten stets im Blick behalten werden. Die Fondsstrategie sollte dabei auf vielfältige Regionen, Finanzierungsstadien, Segmente, Jahrgänge und Sektoren ausgelegt werden. Investitionsobjekte sollten Segmente wie Wohnen, Logistik, Büros, aber auch alternative Nischen wie Life-Science, Studierendenwohnungen und viele weitere umfassen. Hierbei sehen Prognosen im Fokus eines volatilen Marktgeschehens eine Chance für sektorspezifische Investmentstrategien, da diese sich

Private Real Estate Debt Investments - Ende eines kontinuierlichen Aufschwungs?

den Auswirkungen von momentan eher unter Druck stehenden Sektoren wie z.B. Retail- oder Office Immobilien entziehen können.

Außerdem sollte der Markt kontinuierlich auf neue Chancen geprüft werden. Megatrends wie ESG haben auch in aktuellen Zeiten viel strategisches Potential für Unternehmen. Eine nachhaltige Ausrichtung der Assets vereinfacht nicht nur die Vermarktung von Objekten, sondern verbessert außerdem Finanzierungsmöglichkeiten im Vergleich zu nicht nachhaltigen Assets. Hierfür müssen im ersten Schritt die Strategieentwicklung, detaillierte Screenings und ESG Due Diligence der Assets unter Berücksichtigung der EU-Taxonomie, der Offenlegungsverordnung, der einschlägigen nationalen und internationalen Vorgaben erfolgen. Auch Real Estate Kreditnehmer können durch die Kennzeichnung ihrer Assets mit Nachhaltigkeitsratings rentablere LTVs generieren. Diese Transformation in einem sich wandelnden Markt sollte durch ein Green Real Estate Reporting zur Schaffung der wichtigsten ESG-Kennzahlen im operativen Betrieb bzw. zur Darstellung aller relevanten Daten und Informationen zur Nachhaltigkeit des Assets sowie der Vorbereitung der Nachhaltigkeitsberichterstattung (z.B. CSRD & ESRS) unterstützt werden.

© 2017 - 2023 PwC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

Kontakt und Autoren:

PricewaterhouseCoopers GmbH WPG
Friedrich-Ebert-Anlage 35-37
60327 Frankfurt am Main
www.pwc.de

Sebastian Kreutel

Director, Real Assets & Alternative Investments
Telefon: +49 69 95852925 | Mobile: +49 160 7181284
E-Mail: sebastian.kreutel@pwc.com

Andreas Hofstätter

Senior Manager, Real Assets & Alternative Investments
Telefon: +49 89 57906168 | Mobile: +49 1516 2300352
E-Mail: andreas.hofstaetter@pwc.com

Niklas Storch

Manager, FSC Asset & Wealth Management
Mobile: +4915110243643
E-Mail: niklas.storch@pwc.com

Maria Kaup

Associate, Real Assets & Alternative Investments
Telefon: +49 1516 4060666 | Mobile: +49 69 95851645
E-Mail: maria.kaup@pwc.com

Katharina Foydl

Associate, Real Assets & Alternative Investments
Telefon: +498957905224 | Mobile: +4916097957760
E-Mail: katharina.foyd@pwc.com

Melina Hruza

Associate, Real Assets & Alternative Investments
Telefon: +498957905224 | Mobile: +49171196066
E-Mail: melina.hruza@pwc.com

Franz-Josef Ruppel

Intern, Real Assets & Alternative Investments
E-Mail: franz-josef.ruppel@pwc.com

Private Debt – An All-Weather* Asset Class

The current economic environment represents a high degree of complexity and centers around one question: Will central banks still manage to achieve a soft landing? This document aims to highlight the implications for corporate direct lending caused by the three key macroeconomic variables: inflation, interest rates, and growth. The bottom line: We consider private debt to be an all-weather* asset class, capable of handling what appears to be an uncertain outlook.



Matthias Erb
Partner,
StepStone Group



Veith Riebow
Director,
StepStone Group

Setting the Stage: The Three Macroeconomic Variables

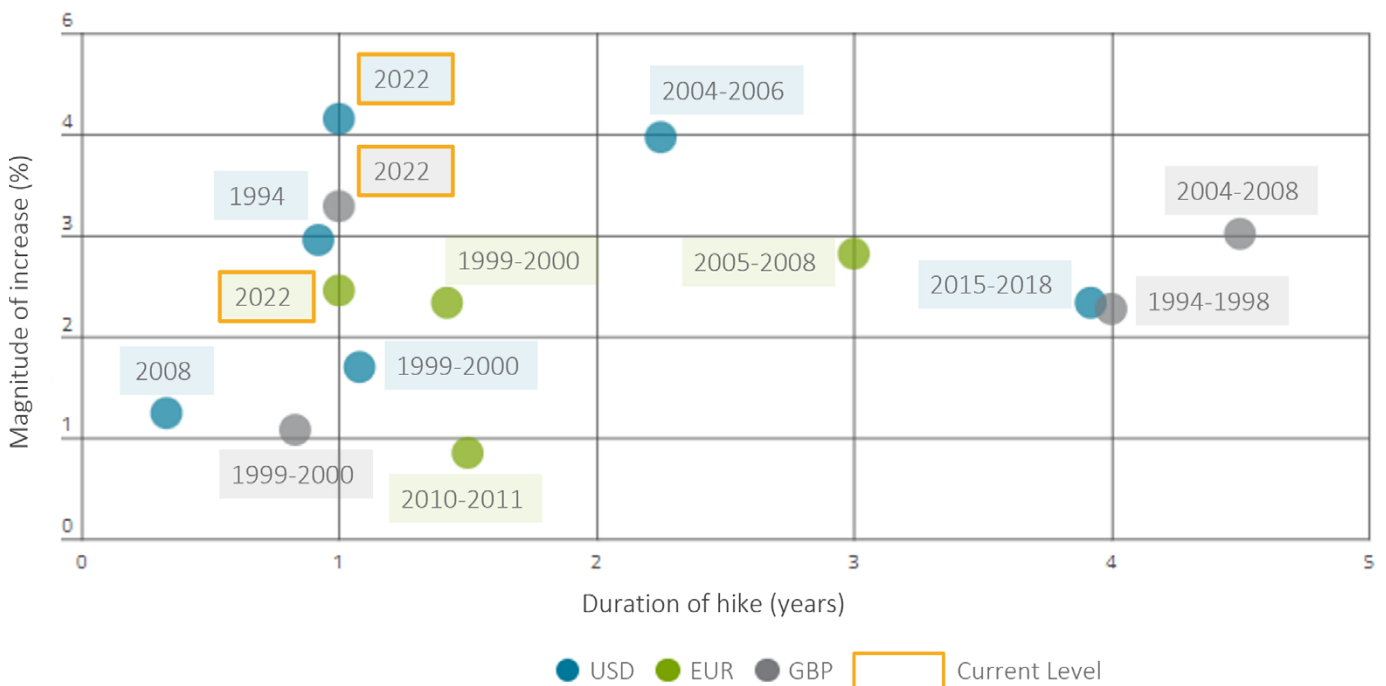
Inflation: Peaking and expected to moderate in 2023

- 2022 evokes a rude awakening after inflation in the US and Europe rose to its highest level in decades.
- Although monetary policy effectively manages aggregate demand, central banks are
- ill-equipped to deal with the supply component of inflation. A shallow recession may not be enough to reduce inflation toward major central banks' target rate of around 2%.
- Thus, while inflation is expected to moderate entering 2023, it may remain elevated until geopolitical and supply chain situations resolve.

Rates: Faster, higher, longer?

- Central banks are raising rates at a staggering pace to catch up with inflation after maintaining a dovish monetary policy in the second half of 2021 when policymakers were convinced that the inflationary pressure was transitory.
- The pace of increases is perhaps more alarming than the magnitude. For example, USD Libor increased by more than 400 basis points in a year (see Figure 1).
- The peak in short-term interest rates remains unseen as forward rates indicate further increases.
- As central banks prepare to fight inflation — even at the cost of GDP growth — rates may persist at elevated levels.

Grafik 1 | Interest Rates Matrix over Time



For illustrative purposes only. Source: StepStone, Bloomberg as of December 2022 From 1990 onward.

Private Debt – An All-Weather* Asset Class

Growth: Some risk to the downside

- Inflation and the subsequent rise in short-term rates will affect real GDP growth. The magnitude, however, is still unknown, particularly as post-Covid recovery is abating.
- In reaction, market participants recently lowered their growth expectations for 2023 rather significantly in some cases. Recent

projections show the UK and Eurozone heading for a mild recession in 2023 with the US just managing to avert one.

- These projections present some risks. That’s particularly the case for Europe, where geopolitical tensions could tip the balance and push those economies into more severe downturns.

Grafik 2 | Real GDP Growth (YOY%)



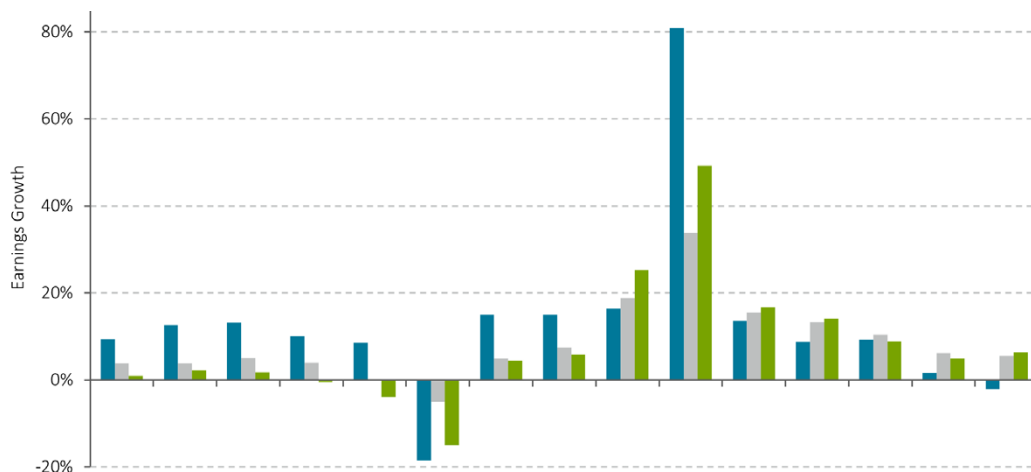
Source: Bloomberg as of November 2022.

Impact on Corporates

A decade of low interest rates and borrower-friendly credit terms significantly influenced the capital structure of corporates, as they found a cheap source of financing in debt instruments. The current macroeconomic environment may prove challenging for the corporate sector as borrowers face earnings compression due to inflation, higher interest payments, and a possible recession. The first signs of these stressors in various sectors are starting to show up in corporate financials.

In the third quarter of 2022, middle-market companies experienced their first negative, albeit immaterial and short-lived, earnings growth since 2020. The last quarter of 2022 depicts brighter days, but optimism must be tempered as market participants expect a sluggish growth picture for 2023.

Grafik 3 | YOY Earnings Growth: Golub Capital Altman Index (GCAI)



Source: Golub Capital Middle Market as of Q4 2022.

Private Debt – An All-Weather* Asset Class

Inflation impact: A mixed bag

Unlike rising interest rates, inflation's effects on corporates depend on the industry and the competitive environments in which they operate. The difficulty for some industries, such as durable goods or airlines, to pass costs through to consumers may lead to margin compression and lower earnings, even though revenues may rise.

In competitive markets with low concentration and high price elasticity of demand, companies might be reluctant to pass through costs, as inflation also negatively affects households. As a result, highly cyclical industries, or those more exposed to higher input and energy prices, will suffer more relative to defensive sectors with more diversified cost bases. Additionally, some industries (e.g., energy) may, in fact, exhibit net benefits in an inflationary environment. Thus, inflation impacts corporates to different degrees.

For levered companies, inflation can be a positive as it reduces the real value of their debt, causing them to appear less risky.

From an investor's perspective, inflation comprises undesirable effects, including potential increases in losses due to worsened company performance and a devaluation of principal. Thankfully, private debt can address both problems with its floating rate feature that offers, at least partially, protection against rising inflation and higher credit losses.

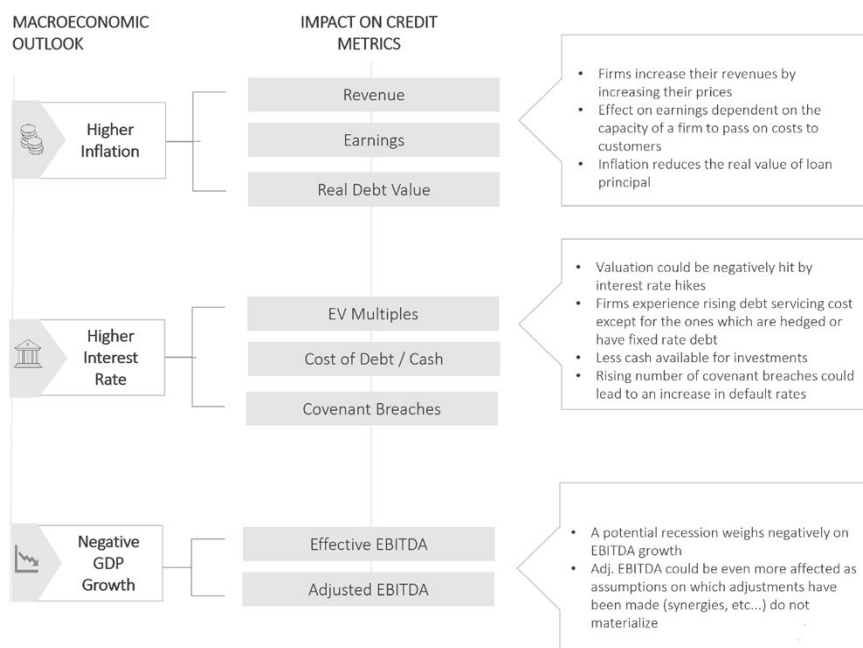
Interest Rates: Manageable

Higher interest rates will generate repercussions on the cost of servicing debt and on covenant compliance. In both cases, higher rates may lead to an increase in default rates, particularly for companies with stretched balance sheets. However, on average, companies in the middle market feature comfortable interest rate coverage levels that help them absorb the increased cost of debt. Further, borrowers with the foresight to hedge their floating interest rate charges into fixed payments will be much better positioned to face this challenge. Companies exposed to floating rates may find themselves restricted in their ability to make new investments as their available cash shrinks due to higher interest payments. Their capabilities to fund new Capex spending and innovations would be limited. Therefore, firms could miss productivity gains essential for their growth.

Growth: The big unknown

Inflation can be manageable if companies can successfully pass higher costs on to consumers. Similarly, servicing more expensive debt is conditional on corporate earnings remaining strong. Thus, all the above headwinds are bearable if the economic environment remains resilient. A decrease in economic growth may bring down EBITDA figures, throwing corporates out of balance. As a result, growth constitutes the most important factor in the equation as it could bring substantial downside risk in the future. Defensive sectors, less affected by the business cycle, should provide more protection to portfolios.

Grafik 4



Source: StepStone Group. For illustrative purposes only.

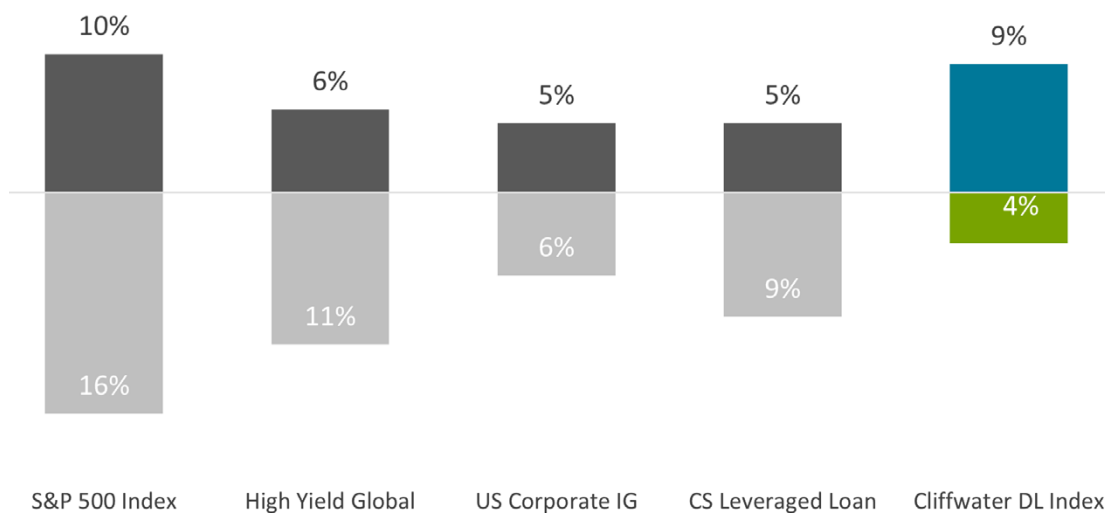
Private Debt – An All-Weather* Asset Class

Private Debt: An All-Weather* Investment in an Uncertain Environment

Since private debt is populated mainly by first-lien loans positioned at the top of a company's capital structure, we believe it possesses the defensive profile investors need through poor economic conditions. At the same time, it has delivered attractive returns relative to other asset classes in times of economic turmoil. In other words: Private debt has historically produced equity-like returns while limiting drawdowns. This has been proven through the GFC, Covid-19, and the recent market sell-off in 2022. Investors should also expect private debt to provide some protection against inflation thanks to its floating rate feature.

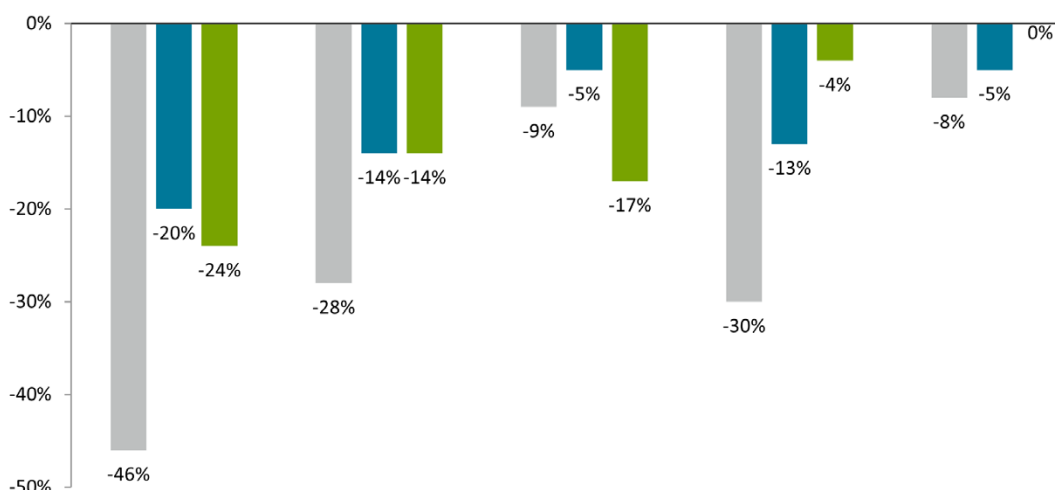
Floating rates are also synonymous with low-duration risk relative to other fixed-income instruments. Further, sponsor-backed lending provides some safety as borrowers maintain access to the private equity sponsor's expertise to navigate economic turmoil. Lastly, the more challenging investment environment led to more favorable lending terms, which creates a particularly interesting opportunity for deploying capital into private debt at this time.

Grafik 5 | Equity-Like Returns with Lower Volatility



Source: S&P500 Index, Credit Suisse High Yield Index, Barclays US IG; Credit Suisse Leverage Loan Index and Cliffwater DL Index, as of September 2022. Time period 01.01.2005 – 30.09.2022.

Grafik 6 | Relatively Small Drawdowns



Source: S&P500 Index, Credit Suisse High Yield Index, Barclays US IG; Credit Suisse Leverage Loan Index and Cliffwater DL Index (Based on broad Cliffwater Direct Lending Index, which includes 30-50% Junior Debt. Senior Debt is expected to have lower drawdowns), as of September 2022. Time period 01.01.2005 - 30.09.2022.

Private Debt – An All-Weather* Asset Class

Existing Direct Lending Portfolios: Expected to Deliver Resilience Again

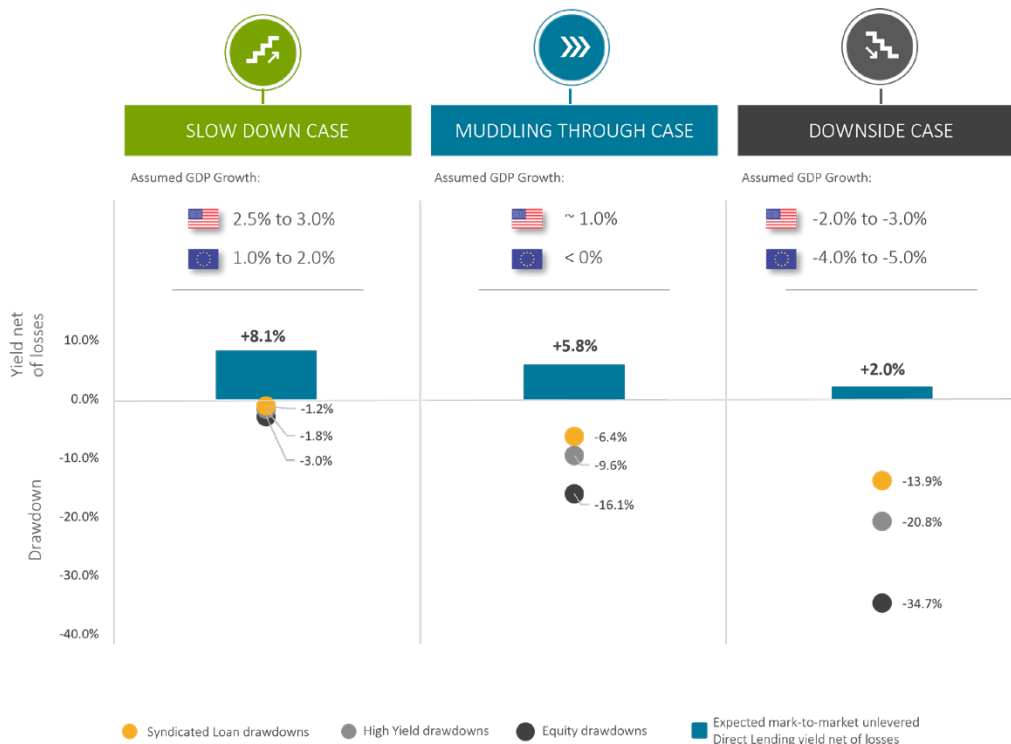
Considering Direct Lending's track record of resilience, we are confident about the asset class's future performance. Key drivers will comprise the persistence of inflation, the level of interest rates, and the depth of a recession. To get a sense of how an invested, broadly diversified Direct Lending portfolio might perform, we run three scenarios:

- **Slow Down Case** — Inflation peaks, geopolitical tensions cool, and supply chain and energy price pressures abate. Central banks will continue increasing their policy rates but with lower increments, thus limiting a potential recession.
- **Muddle Through Case** — The Russian invasion drags on, energy prices remain high, and supply chain pressures persist. Central banks will be forced to continue with contractionary policies, thus tipping Western Europe, including the UK, into a recession due to its higher exposure to the economic sanctions imposed on Russia and its dependence on Russian gas.
- **Downside Case** — The war worsens, new conflicts potentially emerge in the Middle East, or a breakdown of US-China relations occurs, lockdown measures return due to new Covid waves, or some combination exacerbates inflation and forces central banks to increase their tightening pace. As a result, the world would enter a global recession.

In each scenario, direct lending has compared favorably with other asset classes, generating a low drawdown and thus proving its resilience in stressed environments. Despite the headwinds detailed above, private debt holds the potential to provide investors with superior risk-adjusted returns and mitigated risk compared to other asset classes.

The following table quantifies how different scenarios impact projected returns. As an example, the 5.8% for the “Muddling Through Case” scenario illustrates the investment result for 12 months after deducting the impairments (realized and unrealized losses) caused by the scenario's inflation, interest rates, and growth assumptions. The result is a reasonable absolute outcome and compares favorably to the drawdowns of other asset classes. As a result, despite elevated inflation, high interest rates, and muted growth expected in the “Muddling Through Case”, private debt seems well positioned to withstand potential upcoming market turmoil. Importantly, even in the Downside Case, we expect to generate a positive return that may be achieved.

Grafik 7



Please note the exposure of the illustrative LP portfolio is US 85%; EU 13%; Cash 2%. 1. Direct Lending return in the current market scenario based on StepStone estimations as of September 2022. Source: StepStone Analysis, as of Oct 7, 2022. SSL price decline is estimated using historic relationship between credit losses and price declines, HY and equity price declines are derived from market betas relative to SSL. For actual market data Credit Suisse indices and SPX is used. General assumptions include: For illustrative purposes only. Certain assumptions have been made for modeling purposes and are unlikely to be realized. No representations and warranties are made as to the reasonableness of the assumptions.

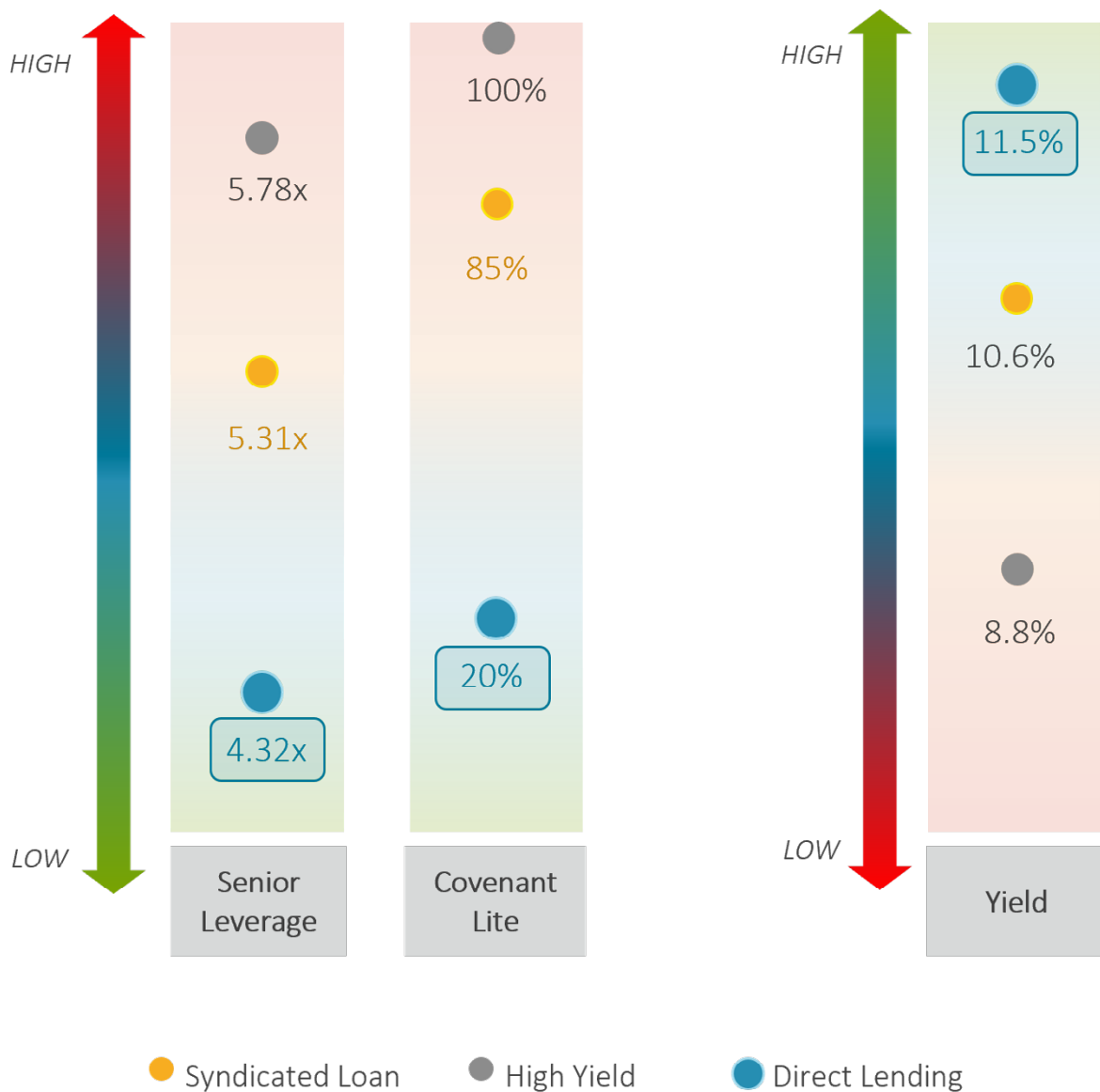
Private Debt – An All-Weather* Asset Class

New Capital: Attractive Vintages for New Money Thanks to Lender-Friendly Terms

When compared to other fixed-income asset classes, direct lending displays its relative advantage in terms of risk/return profile. In the figure below, direct lending has demonstrated the lowest potential risk (i.e., lowest leverage) while offering the highest compensation in terms of yield. Not only is the yield higher for direct lending but syndicated loans and high yield must also incorporate material allocations to covenant light loans and high senior leverage to push their yields closer to direct lending. Thus, entering high yield and

syndicated loan markets today would require assuming outsized credit risk to achieve higher yields while direct lending would comprise newly originated loans in the primary market, characterized by more lender-friendly terms. As a result, we believe the upcoming vintage may represent one of the best in the history of direct lending, entailing relatively low risk while offering potentially high returns. This dynamic would not be unprecedented as the period following the GFC generated the asset class's best vintages to date. We believe now is the time to capture the upcoming opportunities in the direct lending space.

Grafik 8 | Direct Lending: Lender-Friendly Market with Higher Yields



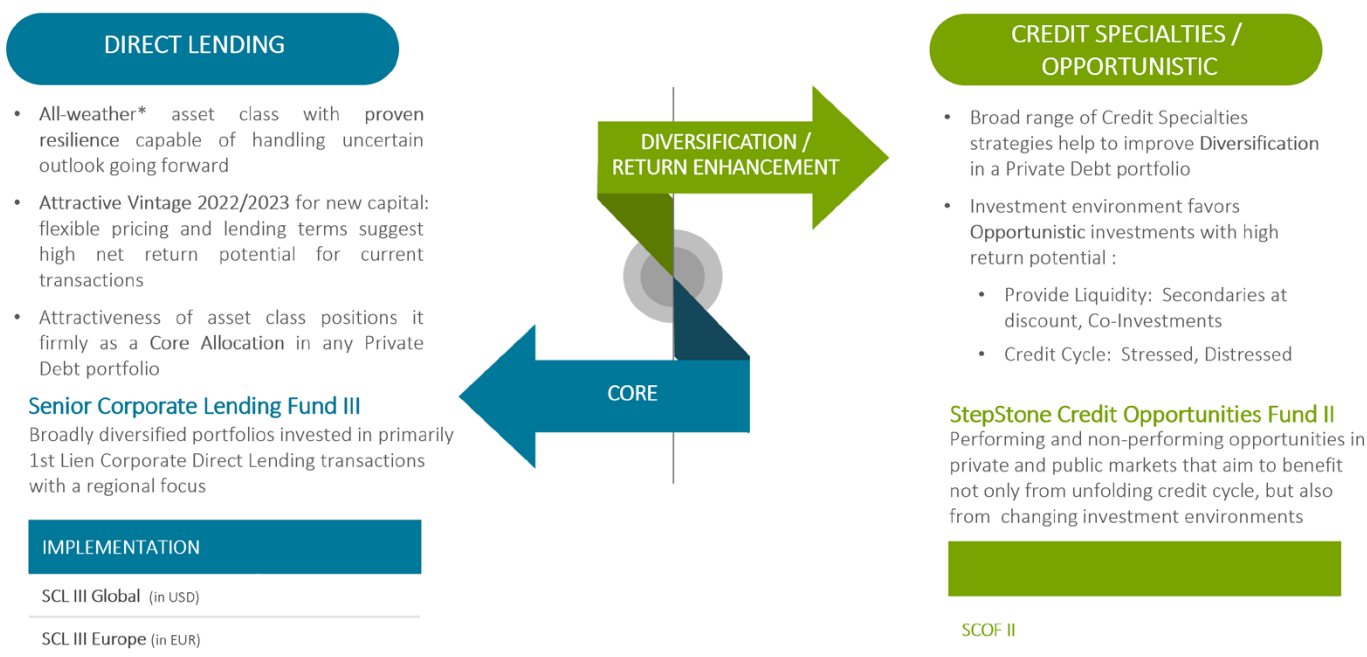
Source: Refinitive LPC Q3 2022, StepStone Group and Credit Suisse, as of November 2022.

Private Debt – An All-Weather* Asset Class

Additionally, the upcoming troubled times are not only a source of challenges but, in our opinion, also a time of many opportunities for the asset class. A more challenging fundamental environment and the potential withdrawal of liquidity can present many distressed investment opportunities with attractive risk-adjusted return profiles that we believe private debt is well positioned to capture. The opportunity set of the distressed space is further enhanced as

banks' reduced risk appetites would lead to hung syndications while liquidity needs could provide secondary offerings at discounts. Finally, credit specialties strategies could provide further portfolio diversification with attractive risk/return profiles in times of market stress, as the high correlation between risk-free and risky assets leaves little room for diversification.

Grafik 9



Conclusion

While the macroeconomic outlook has become more challenging since the post-Covid recovery, we believe private debt is well positioned to demonstrate its all-weather* relevance to institutional investors. Its position in the capital structure and features such as floating rate coupons are important reasons why. Furthermore, depending on the scenario, the economic environment adds outsized opportunistic return opportunities in distressed and credit specialties strategies with potentially more attractive risk-adjusted returns than equities. Through recent crises, the asset class exhibited attractive risk-adjusted returns and limited drawdowns, demonstrating its defensive and resilient nature when most needed. Based on our scenario analysis, we believe the same should hold in 2023.

*"All-weather" refers here to private debt as an asset class. It is expected that a broadly diversified private debt portfolio may generate long-term attractive returns in favorable market environments, while reducing volatility and maximum drawdowns in adverse market conditions.

Contact and authors:

StepStone Group
Klausstrasse 5, 8008 Zürich
Schweiz
www.stepstonegroup.com

Matthias Erb
Partner, Private Debt
Telefon: +41 44 226 5237
E-Mail: matthias.erb@stepstonegroup.com

Veith Riebow
Director, Private Debt
Telefon: +49 152 5929 3510
E-Mail: veith.riebow@stepstonegroup.com

Senior Secured Loans – eine attraktive Alternative

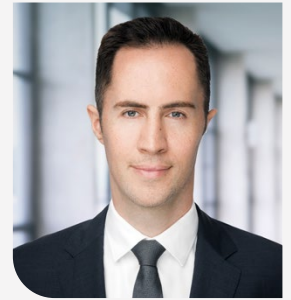
Die Zinsen steigen und noch ist kein Ende in Sicht. Weil die Anlageportfolios vieler Investoren in den vergangenen Jahren stark auf Negativzinsen ausgerichtet worden sind, gilt es, diese nun zu überprüfen. Im Fixed Income-Bereich sind Senior Secured Loans (SSL) derzeit aus diesem Grund im Fokus.

Weltweit heben Zentralbanken ihre Zinssätze an, um die steigende Inflation zu drosseln. Es ist ein herausforderndes Umfeld, um nachhaltige Anlageentscheidungen zu treffen. Gängige festverzinsliche Anlagen, wie beispielsweise hochwertige Staatsanleihen, erwirtschafteten nach dem rapiden Zinsanstieg 2022 zwar wieder eine positive Gesamtverzinsung, bergen aber das Risiko von weiteren Kursverlusten, falls das allgemeine Zinsniveau weiter steigen sollte. Viele institutionelle Anleger richten deshalb ihre Asset Allocation neu aus. Auf der Suche nach Alternativen im Bereich Fixed Income rücken SSL vermehrt ins Blickfeld.

Viele Indikatoren deuten darauf hin, dass die Fed auch im laufenden Jahr die Zinsen weiter erhöhen wird. Erste Zinssenkungen der FED erwartet Swiss Life Asset Managers erst gegen Ende 2024. Der Markt preist allerdings nur graduelle Zinssenkungen über den Medium Term ein, sodass der Loan-Coupon noch weitere Jahre hoch bleiben könnte. Aktuell bietet der

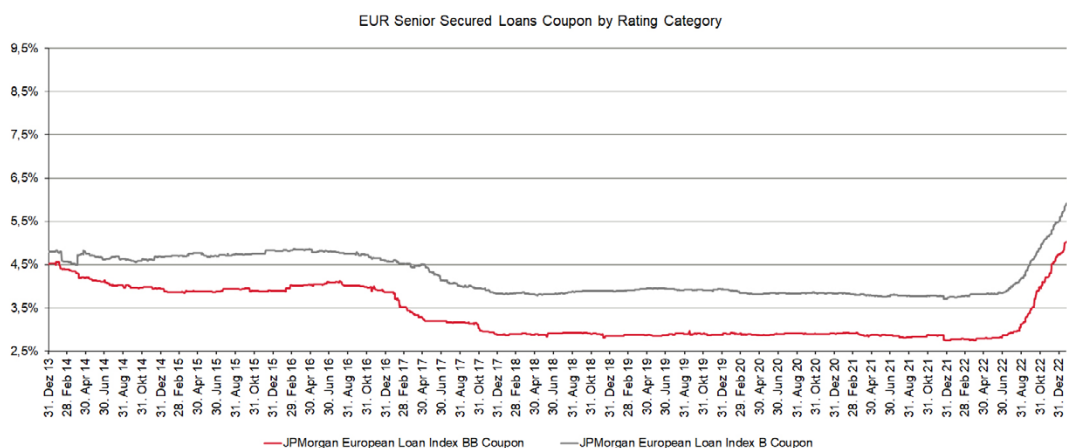
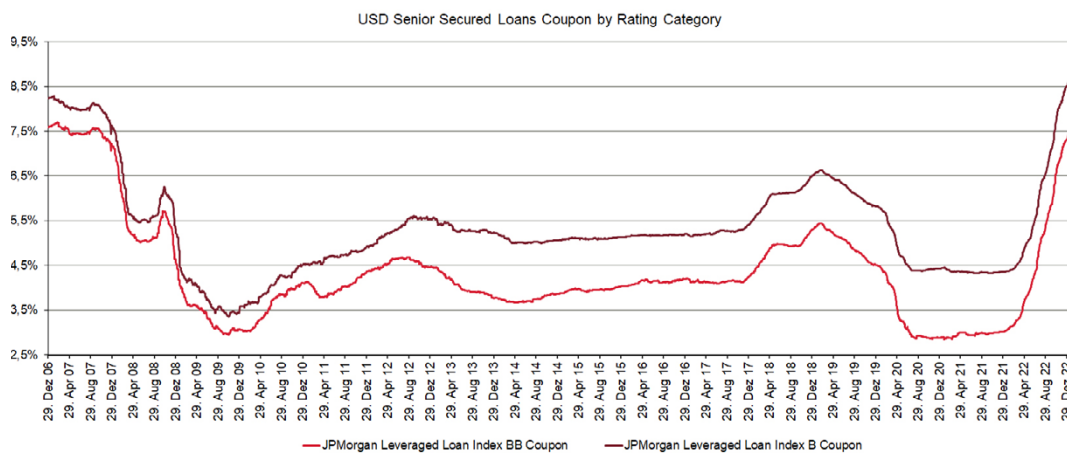


Valeriy Petrov
Co Head Portfolio Strategy,
Swiss Life Asset Managers



Benno Jöckel
Senior Sales Manager,
Swiss Life Asset Managers

US SSL Markt Coupons von 7,5% für Loans mit BB-Rating an, ein Wert, der letztmals 2008 erreicht wurde. Single B Loans zahlen einen durchschnittlichen Coupon von 8,6%. In der Eurozone ist ebenfalls von einem Zyklus mit steigenden Zinsen auszugehen, was vorteilhaft für EUR denomierte Loans ist.



Senior Secured Loans – eine attraktive Alternative

SSL sind erstrangig besicherte Darlehen, die Finanzinstitute an Unternehmen vergeben. Die Darlehen sind normalerweise für Unternehmenszwecke wie Investitionen, Fusionen, Übernahmen oder die Refinanzierung von Schulden bestimmt. Sie sind stark zweckgebunden und unterliegen vertraglich vereinbarten Restriktionen.

Bankdarlehen werden üblicherweise an Non-Investment-Grade-Unternehmen gewährt, also an Unternehmen mit einem Bonitätsrating von BB+ und tiefer. Im Vergleich zu anderen Non-Investment-Grade-Investitionen profitieren SSL von umfassenden Maßnahmen zur Kreditrisikominderung, die den Gläubigern Schutz bei einem Kreditausfall garantieren. SSL genießen in der Kapitalstruktur eines Unternehmens Vorrang und werden im Falle einer Insolvenz als Erste bedient. Dies spiegelt letztlich die Rückgewinnungsquote (Recovery Rate) wider. Nach Angaben von Moody's haben die Gläubiger von SSL bei Zahlungsausfällen im historischen Durchschnitt 60 Prozent ihres eingesetzten Kapitals zurückerhalten. Zudem weisen SSL eine deutlich geringere Kursvolatilität auf als andere Anlageklassen, wie beispielsweise High-Yield-Anleihen oder Aktien. Sie haben deshalb das Potential, die Volatilität eines Multi-Asset-Portfolios zu verringern und gleichzeitig attraktive Renditebeiträge zu generieren.

SSL profitieren von gestiegenem Zinsniveau

Ein wesentlicher Unterschied zu festverzinslichen Anleihen ist die Art der Verzinsung: Im Gegensatz zu Obligationen mit fixem Coupon setzt sich die variable Verzinsung von SSL aus einem Referenzzinssatz und einem fixen, das Kreditrisiko bei Ausgabe berücksichtigenden Zinsaufschlag zusammen. Da die Basisverzinsung regelmäßig dem aktuellen Zinsniveau angepasst wird, ist das Zinsänderungsrisiko von SSL sehr gering. Bei steigenden Zinsen profitieren Investoren folglich von einer höheren Gesamtverzinsung, das Zinseinkommen des Investors steigt, da die variabel verzinslichen SSL einen höheren Zins auszahlen. Doch wie so oft hat auch diese Medaille zwei Seiten. Denn mit steigenden Zinsen wird die Zinsbelastung für den Schuldner größer, was für das Unternehmen eine zusätzliche finanzielle Belastung darstellt. Als Leveraged-Finance-Produkt siedeln sich SSL überwiegend unterhalb des Investment-Grade-Ratingsegments an und sind daher am ehesten vergleichbar mit riskanteren High-Yield-Anleihen. Umsichtige Asset Manager bewegen sich bei der Wahl

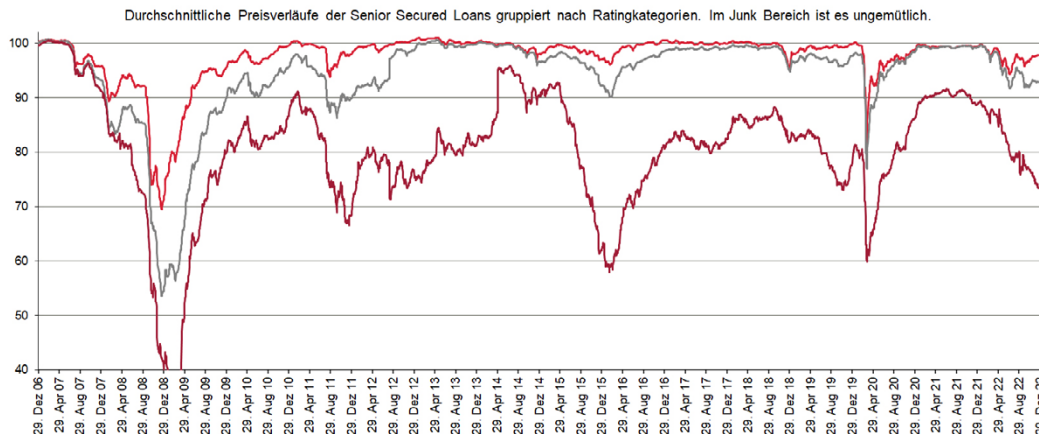
der Unternehmen vorwiegend im höchstmöglichen Segment des Non-Investment-Grade-Bereichs, dem so genannten Upper-Tier-Bereich, also dem Segment mit der besseren Kreditqualität.

Um die Risiken eines Kreditausfalls zu minimieren, ist eine sorgfältige Auswahl der Darlehensnehmer entsprechend wichtig. Gerade im jahrelangen Niedrigzinsumfeld konnten viele sogenannte „Zombie-Unternehmen“ überleben. Diese gilt es im steigenden Zinsumfeld herauszufiltern. Denn mit der höheren Belastung könnten solche Firmen in Schieflage geraten. So erwarten die großen Rating-Agenturen bereits steigende Ausfallraten im Vergleich zu den Vorjahren. Einer kritischen Überprüfung müssen auch die Kreditbedingungen, die Covenants, unterzogen werden. Darin wird beispielsweise festgelegt, welche Verschuldung oder Zinslast der Schuldner nicht überschreiten darf.

Daher wächst die Wichtigkeit der Buy-side-Kreditanalyse. Erfahrene Asset Manager verfügen im Loanmarkt über tiefe Expertise im Kreditbereich. So unterscheiden sich BB Loans, Single B Loans und CCC Rating bezüglich einer möglichen Zahlungsunfähigkeit. Rating-Agenturen liefern dafür gut kalibrierte Skalen bezüglich der Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls. Diese Ratings gelten unabhängig davon, ob sich die Wirtschaft in einem Auf- oder Abschwung befindet. Für ein Unternehmen ist es allerdings wesentlich, ob die Wirtschaft wächst und allenfalls mehr Produkte zu gegebenenfalls höheren Preisen verkauft werden. Durch solche Mehreinnahmen lassen sich beispielsweise Schulden reduzieren, wodurch das Risiko eines Kreditausfalls verringert wird. Loans mit einem etwas höheren Coupon – weil deren Risiko höher eingestuft wurde – können dadurch stärker an Wert zulegen als weniger riskante Loans. Dabei handelt es sich um eine Kompression der Kreditspreads.

Genau umgekehrt verhält es sich, wenn der Wirtschaftsmotor ins Stottern gerät. Dies löst einen heftigen Preisverfall bei riskanteren Loans aus. Das Zeitfenster, um einen höheren Cashflow zu generieren, wird deutlich verkürzt, Schulden können nicht abgebaut werden, die Wahrscheinlichkeit eines Kreditausfalls treibt die Preise für die gefährdeten Loans stärker als die Preise für weniger riskante Unternehmen. Am Markt beobachtet man eine Dispersion der Preise.

Senior Secured Loans – eine attraktive Alternative



Quelle: JP Morgan, eigene Darstellung Swiss Life Asset Managers

Wie erhalten Investoren Zugang zu SSL?

Wer von den Vorteilen der SSL überzeugt ist, wird nach passender Investitionsmöglichkeit suchen. Dabei kann man sich schnell in den vielen technischen Details der Assetklasse verlieren. Denn Darlehen sind keine Wertpapiere, das übliche Setup zum Handeln und Verwahren von Bonds ist für die Loans ungeeignet. Regulatorisch bestehen einige Hürden, die den Zugang zu den Loans begrenzen, und in den meisten Ländern ist eine Banklizenz für die Erstverleihung der Gelder an den Schuldner notwendig. Deswegen schaltet sich die Agentbank zwischen Kreditgeber und Kreditnehmer bleibt aber dann für den ganzen Zeitraum bis zur Rückzahlung des Loans der Dreh- und Angelpunkt des Sekundärhandels. Ferner bestehen einige von dem Schuldner selbst vorgegebenen Transferrestriktionen, d.h. Kreditoren dürfen nur bestimmte Institutionen werden. Wir können noch die relativ hohe Mindeststückelung der SSLs erwähnen, und noch weitere Faktoren.

Wie kann ein institutioneller Investor in SSL investieren?

Es gibt zwei praktische Formen: CLOs und Loan-Fonds. Die CLOs bieten die Möglichkeit eine Position in einem Loanportfolio mit Leverage zu nehmen. Je nach CLO-Tranche variiert der Leverage. Gehandelt werden die CLO-Tranchen wie Bonds, wobei die Liquidität der einzelnen Tranchen sehr unterschiedlich ist. Der Ein- und Ausstieg über einen Sekundärmarkt sind bei vielen Tranchen möglich.

Durch einen Loan-Fonds investiert der institutionelle Anleger in ein Loanportfolio linear ohne Leverage. Aber auch hier steckt der Teufel im Detail. Verschiedene Fondsanbieter gestalten ihre Produkte unterschiedlich. Der Investor muss besonders auf die Investitionsguidelines, die Fees, die Ausgabe und Rücknahmekonditionen achten. Dabei können wir besonders die Liquiditätsunterschiede hervorheben.

Im Gegensatz zu vielen anderen Alternative Investment-Klassen bieten Loanfonds den Vorteil ohne Lockup-Perioden und Capital-Calls zu funktionieren. Gewisse Asset Manager bieten Fonds mit täglicher Liquidität an. Investoren sollten beachten, wie solche Liquidität zustande kommt – etwa durch sehr große Cash-Quoten, Investitionen in Geldmarktinstrumente oder gar Bonds mit längerer Dauer. Fonds, die monatliche Liquidität anbieten, ermöglichen eine flexible Steuerung der Asset-Allokation und entsprechen mehr einem mittelfristigem Anlagehorizont, wie er für Anleger in alternative Investments typisch ist.

Positive Prognose für das laufende Jahr

Für 2023 lässt sich für die USD-Loans eine positive Performance im hohen einstelligen Prozentbereich prognostizieren. Eine Voraussetzung dafür ist eine genügend hohe Kreditqualität im Portfolio. Die Gründe dafür liegen einerseits in einem Downgrading der Kreditratings seit Q2 2022 wegen der abschwächenden Konjunktur, andererseits erhöht sich die Preisdispersion zwischen den Ratingkategorien. Dies hat zur Folge, dass jede negative Abweichung der Firmenergebnisse abgestraft wird. Wer schwächelnde Kredite meiden kann, findet die beste Ausgangslage seit 2018 vor: Die Renditen sind hoch, die Investoren können engere Sicherheitsrahmen in neuen Kreditverträgen vereinbaren, die Refinanzierungen finden zu höheren Spreads statt. Die Leitzinsen helfen dieser Assetklasse. Das Makro Umfeld deutet auf eine Stagnation oder flache Rezession hin, bei der die Kreditausfälle verhältnismäßig wenig ansteigen dürften. Diese Kombination der Ausgangsfaktoren stellt die SSL in sehr gutem Licht gegenüber vielen anderen Assetklassen dar.

Vor dem Hintergrund des gegenwärtig höchst volatilen Zinsumfelds sind SSL mit variabler Verzinsung im Vergleich zu anderen festverzinslichen Anlagen eine überzeugende Alternative.

Senior Secured Loans – eine attraktive Alternative

Dieses Dokument wurde von einer juristischen Person des Geschäftsbereichs Swiss Life Asset Managers (nachfolgend «Swiss Life Asset Managers») erstellt. Dieses Dokument ist ausschliesslich für Marketing- und Informationszwecken bestimmt.

Dieses Dokument wurde weder bei einer Aufsichtsbehörde eines Landes eingereicht noch von einer solchen genehmigt (einschliesslich der Commission de Surveillance du Secteur Financier CSSF, der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht BaFin, der Autorité des Marchés Financiers AMF, der Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution ACPR und der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA). Die Richtigkeit oder die Angemessenheit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurde von keiner Aufsichtsbehörde bestätigt.

Bestimmte Informationen in diesem Dokument stammen von Dritten. Weder Swiss Life Asset Managers noch ein Unternehmen der Swiss Life-Gruppe noch andere Personen (einschliesslich der Direktoren, Mitarbeitenden, Agenten und/oder Aktionäre der vorgenannten Unternehmen) haften für die Richtigkeit und die Vollständigkeit dieser Informationen. Den Empfängern dieses Dokuments werden keine ausdrücklichen oder impliziten Zusicherungen oder Gewährleistungen gemacht bezüglich der Richtigkeit oder der Vollständigkeit oder Ähnlichem dieses Dokuments oder bezüglich der Angemessenheit der in diesem Dokument enthaltenen Annahmen.

Dieses Dokument kann «zukunftsgerichtete Aussagen» enthalten, welche unsere Einschätzung und unsere Erwartungen für einem bestimmten Zeitpunkt ausdrücken, dabei können verschiedene Risiken, Unsicherheiten und andere Einflussfaktoren dazu führen, dass die tatsächlichen Entwicklungen und Resultate sich von unseren Erwartungen deutlich unterscheiden.

Dieses Dokument richtet sich an "professionelle Anleger" und "geeignete Gegenparteien", jedoch nicht an "Privatkunden" im Sinne von Anhang II der Richtlinie 2014/65 / EU (Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente) bzw. §67 des Wertpapierhandelsgesetz (WpHG). Bitte beachten Sie, dass dieses Dokument nicht den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Bestimmungen für Informationen für Privatkunden entspricht. Wenn Sie Privatkunde sind und / oder dieses Dokument irrtümlich

erhalten haben, löschen oder vernichten Sie es. Detaillierte Informationen zu Fonds sind in den Dokumenten enthalten, die als Rechtsgrundlage für eine potenzielle Anlage dienen. Sie sind kostenlos erhältlich bei Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125 60598 Frankfurt am Main, Deutschland.

Fonds von Swiss Life Asset Managers dürfen in den USA oder im Namen von US-Staatsbürgern oder US-Personen mit Wohnsitz in den USA nicht zum Verkauf angeboten oder verkauft werden.

«Swiss Life Asset Managers» ist der Markenname für die Vermögensverwaltungsaktivitäten der Swiss Life-Gruppe. Mehr Informationen auf www.swisslife-am.com.
Quelle: Swiss Life Asset Managers. Kundendienst: service.client-securities@swisslife-am.com. Alle Rechte vorbehalten.

Kontakt und Autoren:

**Swiss Life Asset Managers Luxembourg Niederlassung
Deutschland
Darmstädter Landstraße 125
60598 Frankfurt**

Valeriy Petrov
Co Head Portfolio Strategy
www.swisslife-am.com

Benno Jöckel
Senior Manager
Institutionelle Kunden
Telefon: +49 69 97908 546
E-Mail: Benno.Joeckel@swisslife-am.com

Resiliency in Times of market Turbulence

The impacts of higher inflation, rising interest rates, and recession risk on the direct lending market.

Over the last several months we have been fielding questions about the impact of inflation, higher interest rates, and a recession. We expect that the current inflationary environment, coupled with the Fed's hawkish stance on interest rate hikes, will likely lead to an economic contraction and possibly liquidity and valuation challenges for many middle market companies.

The United States hasn't experienced inflation at rates this high since the early 1980s. At the beginning of an inflationary cycle, companies typically see input and operating costs rise, and pursue an increase in selling prices as they search for possible cost reductions. While many companies can raise prices, recurring price increases have diminishing benefits over time, in addition to negative long-term repercussions. Revenue may decline as customers pursue substitutes or reduce purchasing activity, causing margins and EBITDA to deteriorate. As the last significant inflationary period was decades ago, few managers or management teams have experience navigating through this challenging market environment.

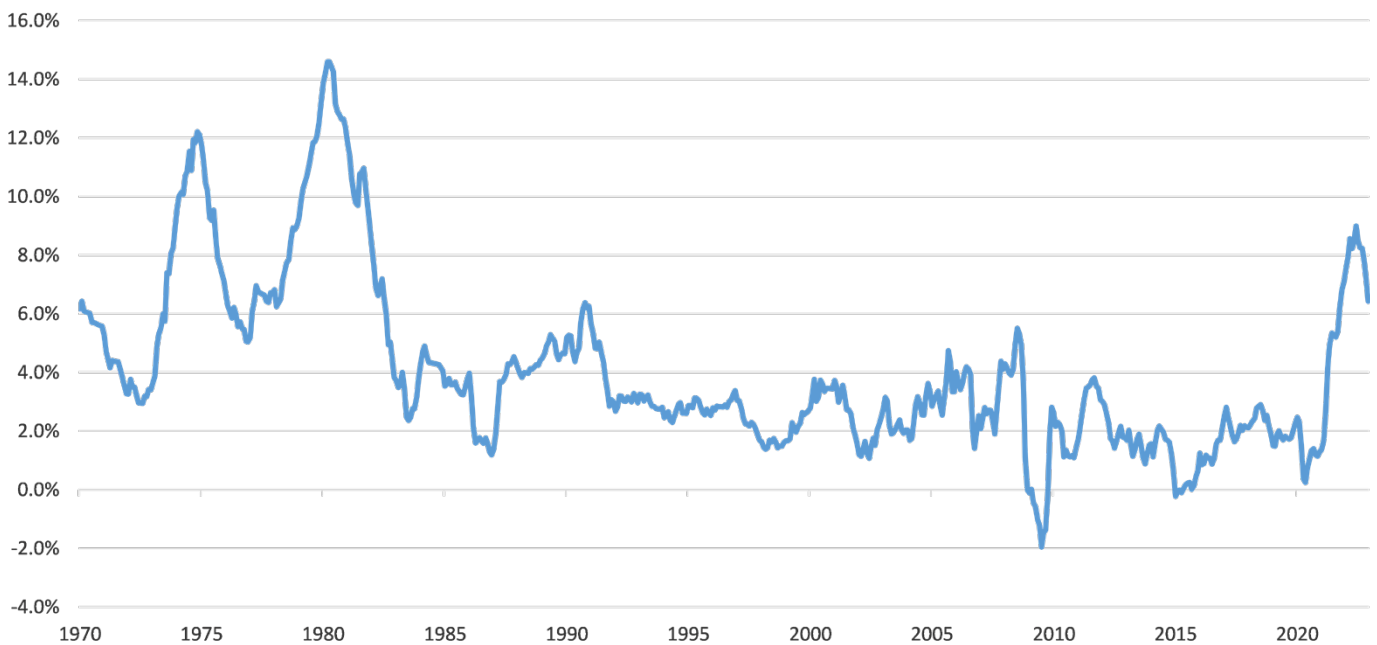


Richard T. Miller
*Group Managing Director,
Chief Investment Officer,
Chairman of Investment
Committee, TCW Private Credit*



Suzanne Grosso
*Managing Director,
Head of Credit,
Investment Committee Member,
TCW Private Credit*

Rising interest rates can have both positive and negative impacts on direct lending portfolios. On the plus side, most middle market loans are floating rate instruments. Consequently, direct lending investors receive higher yields when reference rates (such as LIBOR or SOFR) rise. Three-month Term SOFR increased from 0.09% on the first day of 2022 to over 4.5% by mid-January 2023, exceeding most interest rate floors, and resulting in higher interest payments for floating rate borrowers.

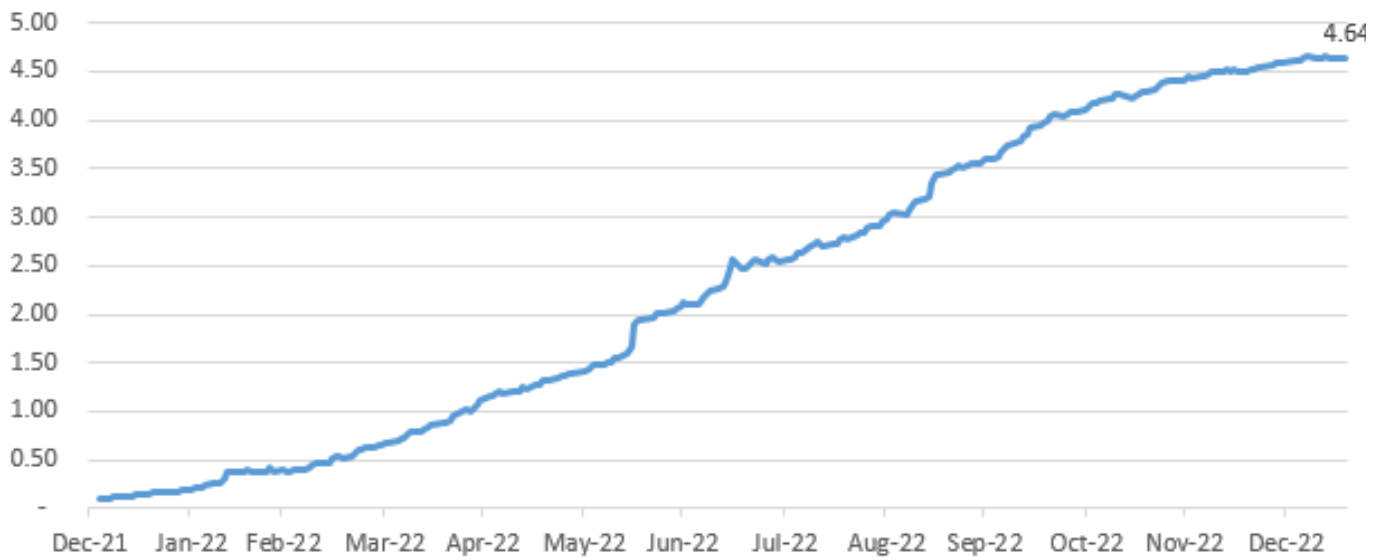


Source: U.S. Bureau of Labor Statistics

Resiliency in Times of market Turbulence

Higher interest rates reduce companies' cash flow and may affect their ability to service or repay their loans. This impact tends to be more pronounced for highly levered companies, as a larger proportion of EBITDA is required to service debt, even before rate increases. This is a particularly important consideration in the current market environment, as the average debt/EBITDA multiple

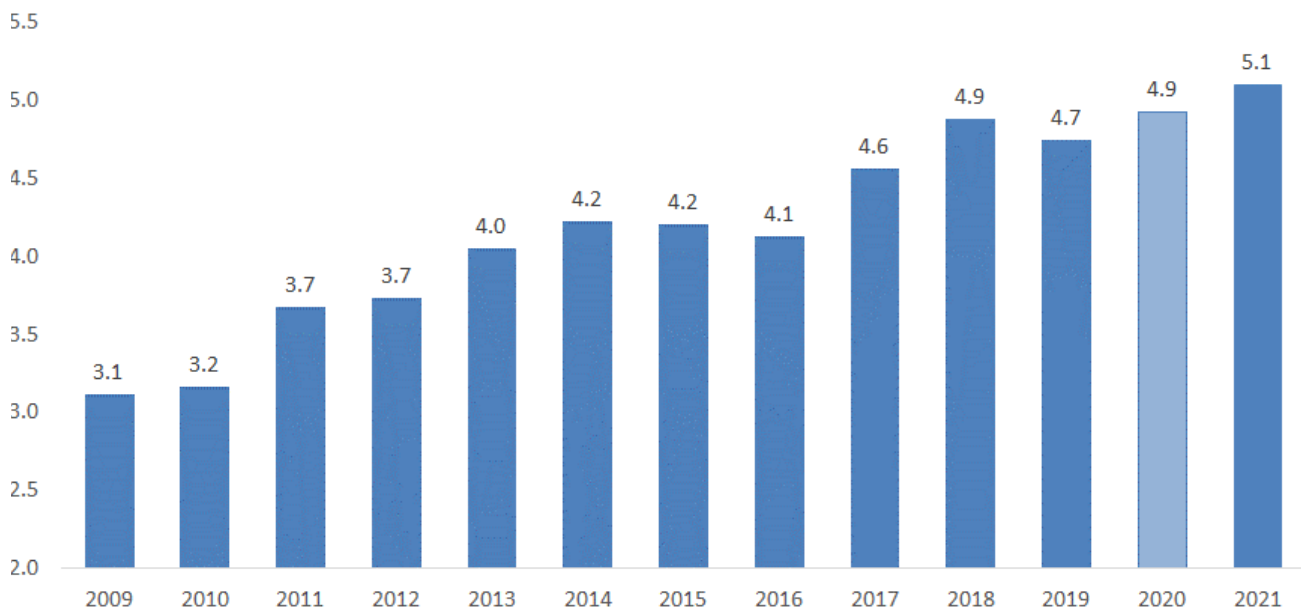
for middle market borrowers has reached historically-high levels in recent years. Although direct lending investors benefit from receiving higher interest payments during periods of rising rates, they should be mindful of the longer-term impact that higher debt service obligations may have on the financial health of companies with highly levered capital structures. Higher interest rates reduce



Source: CME Group

companies' cash flow and may affect their ability to service or repay their loans. This impact tends to be more pronounced for highly levered companies, as a larger proportion of EBITDA is required to service debt, even before rate increases. This is a particularly important consideration in the current market environment, as the average debt/EBITDA multiple for middle market borrowers has

reached historically-high levels in recent years. Although direct lending investors benefit from receiving higher interest payments during periods of rising rates, they should be mindful of the longer-term impact that higher debt service obligations may have on the financial health of companies with highly levered capital structures.



Source: S&P LCD Comps

2020 is extrapolated by TCW due to a lack of available market data.

Resiliency in Times of market Turbulence

Some investors have been less concerned about rising debt/EBITDA ratios due to the high asset coverage implied by loan-to-enterprise value ratios, particularly in private equity-backed transactions. Indeed, both enterprise value multiples and debt/EBITDA multiples have increased in recent years. Enterprise value multiples, and therefore loan-to-value ratios, are largely driven by market dynamics, unlike debt/EBITDA ratios, which tend to be more correlated to companies' cash flow generation. A contraction in enterprise valuation multiples,

which is likely to follow a rise in interest rates, a decline in public equity valuations, and/or an economic slowdown, will generally lead to more aggressive loan-to-enterprise value ratios. The reduction in enterprise values, combined with higher interest rates and a potential recession, puts highly leveraged companies in a tenuous position in which they may be unable to (i) service their debt or (ii) refinance existing debt on market terms due to more limited cash flow. This, in turn, may result in restructurings and/or principal losses for lenders.

		<i>Rates rise</i>		<i>Modest decline in operating performance</i>		<i>Further decline in operating performance as spreads widen</i>	
	Base Case	Δ	Scenario A	Δ	Scenario B	Δ	Scenario C
EBITDA	\$50.0		\$50.0	↓	\$42.5	↓	\$37.5
Debt	\$300.0		\$300.0		\$300.0		\$300.0
Debt / EBITDA	6.0x		6.0x	↑	7.1x	↑	8.0x
Spread	5.0%		5.0%		5.0%	↑	7.0%
Base Rate	1.0%	↑	4.5%		4.5%		4.5%
Coupon	6.0%	↑	9.5%		9.5%	↑	11.5%
Interest Expense	\$18.0		\$28.5		\$28.5		\$34.5
Interest Coverage	2.8x	↓	1.8x	↓	1.5x	↓	1.1x
Enterprise Multiple	11.4x		11.4x		10.0x		10.0x
Loan-to-Value	53%		53%	↑	71%	↑	80%
Portion of EBITDA needed for Interest Expense	36%	↑	57%	↑	67%	↑	92%
		Interest rates rise to combat inflation; no observed impact to EBITDA and TEV		EBITDA and TEV multiples decline		Further EBITDA erosion leads to covenant violation and increase in spread	

Meaningful deterioration in credit quality



Note: For illustrative purposes only

Above is an illustrative example of the progressive impact that rising rates and inflation have on borrowers. In the Base Case, we start with a historically high debt/EBITDA ratio, which in recent years has become typical and may impact a borrower's ability to navigate a rise in interest rates when combined with a decline in operating performance. In Scenario A, the interest expense increases due to the rise in the base rate. In Scenario B, in addition to an increase in borrowing costs, EBITDA and total enterprise value multiples decline modestly. Finally, in Scenario C, EBITDA erodes further and interest expense rises due to an assumed covenant violation and

corresponding increase in borrowing costs. Fortunately, there are several actions senior secured lenders can take to protect investors' capital in the face of challenging dynamics. As demonstrated above, lenders can reduce the level of risk in their portfolios when a loan is first made by limiting investments to those with more conservative initial credit metrics. Conservative credit metrics make the borrower less vulnerable in a rising interest rate environment and should result in a greater amount of cushion if a borrower underperforms; however, severe underperformance due to a sustained economic slowdown may be unavoidable. If a borrower underperforms, it is critical that

Resiliency in Times of market Turbulence

the initial underwriting plan contemplates multiple paths to exit and that the lender be prepared to move quickly and decisively to ensure the maximum preservation of capital. One important, but often overlooked, risk mitigation tool is a comprehensive loan agreement. A comprehensive loan agreement defines what the borrower can and cannot do, establishing (among other things) covenants that are triggered if financial performance declines materially. A covenant violation provides a lender with a seat at the table to assess the situation with management and the owners and determine a course of action. This is the lender's opportunity to better understand the reasons for the underperformance, weigh in on the direction of the business, and take action to preserve the value of the lender's investment. Typically, in these situations, maintaining or improving liquidity is a priority, and the senior lender can choose to (i) shut off downstream payments to the junior debt or equity investors, (ii) elect to invest new capital, (iii) request that junior stakeholders invest additional capital, (iv) make suggestions regarding asset sales and (v) place limitations on discretionary spending activity. Further, the lender can bring in third-party professionals to ascertain a company's financial condition and explore options available to improve operating performance. While there are other remedies available to a lender, ultimately, the lender must be prepared to address the operating business and capital structure issues by taking control through a restructuring or bankruptcy process if necessary.

It is critical for managers to structure loan agreements that allow them to step in early with actionable covenants to take decisive and effective action. If managers are able to take advantage of the full range of rights and remedies available under a well-constructed senior secured loan agreement, we believe that these loans should provide resilient downside protection for investors in any economic environment, including the inflationary and potentially recessionary environment we find ourselves in today. We can't predict the timing or depth of the next recession, how long inflation will persist, or the direction of interest rates. We can only prepare for challenges and be willing to utilize the tools available to the senior secured lender class.

About TCW:

TCW ist ein globaler Asset Manager mit Headquarter in Los Angeles, der auf über fünf Dekaden Investmenterfahrung zurückblickt und seinen Fokus auf Fixed-Income Strategien legt. Ein Team von über 650 Mitarbeitern verwaltet ca. 205 Mrd. \$ in Spezial- und Publikumsfonds und bietet diese sowohl in den USA, Asien und Europa an. Das Private Debt Team verantwortet ein Vermögen von ca.

6,6 Mrd. \$ das sowohl in Boston als auch New York für institutionelle Investoren verwaltet wird. Voraussichtlich im 3. Quartal dieses Jahres wird der Direct Lending Private Fund VIII in einem Luxemburger Mantel aufgelegt.

Kontakt und Autor:

TCW Private Credit
200 Clarendon Street
Boston, MA 02116

Richard Miller
Chief Investment Officer
Richard.miller@tcw.com

Investoren Betreuung:

Natango Invest GmbH
Freiherr-vom-Stein-Straße 7
60323 Frankfurt am Main
www.natango-invest.com

Alexandra von Kalnein
Geschäftsführerin
Telefon: 069-348 7924-24
E-Mail: avk@natango-invest.com

Disclaimer:

This material is for general information purposes only and does not constitute an offer to sell, or a solicitation of an offer to buy, any security. TCW, its officers, directors, employees or clients may have positions in securities or investments mentioned in this publication, which positions may change at any time, without notice. While the information and statistical data contained herein are based on sources believed to be reliable, we do not represent that it is accurate and should not be relied on as such or be the basis for an investment decision. The information contained herein may include preliminary information and/or "forward-looking statements." Due to numerous factors, actual events may differ substantially from those presented. TCW assumes no duty to update any forward-looking statements or opinions in this document. Any opinions expressed herein are current only as of the time made and are subject to change without notice. Past performance is no guarantee of future results. © 2023 TCW

AUSFÜHRLICHE
INFORMATIONEN
UNTER:
WWW.EBS.EDU

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 21. Jahrgang: 11.09.2023

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 10. Jahrgang: 22.03.2023

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 5. Jahrgang: 18.09.2023

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 3. Jahrgang: 08.05.2023

www.ebs.edu/iiv

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

BAI REPRESENTING
ALTERNATIVE
INVESTMENTS

Bundesinitiative
**IMPACT
INVESTING**

Deutsches Aktieninstitut
Kapital. Markt. Kompetenz.

DIRK
Deutscher
Investor-Relationen
Verband

FNG
Forum Nachhaltige
Erdgasanlagen

VfU
Verein für Umweltmanagement
und Nachhaltigkeit in der
Finanzindustrie e.V.

EBS  **Universität**

6. - 7.
MÄRZ

**SZ-NACHHALTIGKEITSFORUM SUSTAINABLE
FINANCE UND IMPACT INVESTING 2023**
München

Rabatt für BAI-Mitglieder

Im aktuellen Umfeld von Krieg, Inflation und Energiekrise treten nachhaltige Geldanlagen immer mehr in den Fokus großer Investoren, Asset Manager und Stiftungen. Regulatorik, EU-Taxonomie, Messung, Reporting und Greenwashing werfen in den Unternehmen immer noch viele Fragen für die Umsetzung auf. Welche Chancen aber auch welche Herausforderungen Impact Investing und ESG bieten, wie sie sich am besten in die eigene Anlagestrategie einbinden lassen und welche Erfahrungen es schon heute aus Case Studies gibt – all diese Fragen möchten wir beim **4. SZ-Nachhaltigkeitsforum am 6. und 7. März 2023** mit Investoren von Versicherern, Versorgungswerken, Pensionskassen und hochkarätigen Vertretern aus Industrie, Politik und Wissenschaft diskutieren.

20.-23.
MÄRZ

INFRASTRUCTURE INVESTOR GLOBAL SUMMIT
Hilton, Berlin

Rabatt für BAI-Mitglieder

Join us on 20-23 March in Berlin at the [Infrastructure Investor Global Summit](#), and share your investment strategy with the greatest concentration of investors in infrastructure anywhere on the globe.

Take advantage of our unparalleled networking you simply can't get elsewhere and discover unique insights from infrastructure's most knowledgeable leaders.

Join 2500+ global attendees from 40+ countries.

We've packed our agenda with hours of networking so you can connect with industry leaders and explore new investment opportunities. Keep up to date with what is happening around the world and hear from the experts on the ever-important topics of ESG, inflation, energy security and transition and so much more.

Meet the most active institutional and private investors including Abu Dhabi Investment Authority, APG Asset Management, AustralianSuper, British International Investment, CPPIB, Healthcare of Ontario Pension Plan, Japan Post Bank, Khazanah Nasional, KWAP, Laerenes Pension, Lawyers Pension Plan of Hesse, LPPI, Migros Pensionkasse, New York Life Insurance, Nova Scotia Public Service Superannuation Plan, NZ Superfund, Pension Fund of Credit Suisse Group, Texas AM Foundation, Texas Municipal Retirement System and many, many more.

22.
MÄRZ

**10. JAHRGANG KOMPAKTSTUDIUM SUSTAINABLE &
RESPONSIBLE INVESTMENTS**
EBS Executive School

Rabatt für BAI-Mitglieder

- 7 Tage berufsbegleitend
- Besonderheiten und Chancen nachhaltiger Investments
- SRI und ESG: Märkte, Strategien, Ratings, Performance, Vertrieb
- Mehr unter www.ebs.edu/sri

28.
MÄRZ

20. DEUTSCHE INVESTORENKONFERENZ Frankfurt

Rabatt für BAI-Mitglieder

Corona ist abgeschüttelt, doch mit der Energiekrise und ihren komplexen Folgen rollt schon die nächste Welle an Herausforderungen unaufhaltbar auf die Private-Equity-Branche zu. Was bedeuten steigende Kosten, höhere Zinsen, die Inflation und der Krieg in der Ukraine für das Private-Equity-Geschäft im deutschen Midmarket? Wie kommt man in der aktuellen Marktphase noch an gute Deals – und Akquisitionsfinanzierungen? Wie blicken institutionelle Investoren derzeit auf die Anlageklasse Private Equity? Und wie gewinnt man als Private-Equity-Fonds den „War for Talents“, der sich parallel zu den makroökonomischen Hürden immer weiter verschärft?

Über diese und viele weitere Themen möchten wir mit Ihnen bei der nächsten Ausgabe der Deutschen Investorenkonferenz im Juli diskutieren. Wir freuen uns auf den gemeinsamen Austausch und das Netzwerken mit Ihnen sowie auf spannende Case Studies, praxisnahe Vorträge und lebhaftige Diskussionsrunden!

Weitere Informationen finden Sie unter <https://www.finance-magazin.de/events/deutsche-investorenkonferenz/>

24.
APRIL

NEU: KOMPAKTSTUDIUM ESG PERFORMANCE MANAGEMENT EBS Executive School

Rabatt für BAI-Mitglieder

- 7 Tage berufsbegleitende
- Vertiefte Darstellung der Ausgestaltung von Messung, Steuerung, Kontrolle und Reporting der Nachhaltigkeitsleistung von Unternehmen über alle ESG-Dimensionen
- Betrachtung der finanziellen und nichtfinanziellen Performance
- Mehr unter www.ebs.edu/epm

24.
APRIL
(PRE-EVENT)

BAI ALTERNATIVE INVESTOR CONFERENCE (AIC) Kap Europa, Frankfurt

Rabatt für BAI-Mitglieder

- Die Konferenz für institutionelle Investoren und die AI-Industrie in Deutschland
- Pre-Event zu Recht & Regulierung
- Fachvorträge und Paneldiskussionen u.a. aus den Bereichen Risikomanagement, Controlling & Performancemessung illiquider Alternatives, Inflation, steigende Zinsen und Rezessions-Szenarios, ESG: Impact Investing – Chance für die Private Markets, sowie Diversifikation über geostrategische Investitionen.
- Abendveranstaltung mit **Get-together-Speakerin Prof. Dr. Ricarda Rehwaldt**, Professorin für Psychologie und Expertin für das Thema Glück bei der Arbeit

25.-26.
APRIL

Wir bieten den Teilnehmern ein abwechslungsreiches Programm mit hochaktuellen und kurzweiligen Vorträgen und Paneldiskussionen.

Die Keynote-Sprecher der AIC 2023 sind u. a.

- **Prof. Dr. Reiner Braun**, Technische Universität München, Inhaber des Lehrstuhls für Entrepreneurial Finance, zu „Rezession und ihre Auswirkungen auf Portfoliounternehmen und Renditen“
- **Prof. Dr. Jörg Rocholl**, Präsident der internationalen Wirtschaftshochschule ESMT Berlin, zu „Deutschland und

Europa auf dem Weg in die nächste Finanz- und Schuldenkrise?“

- **Prof. Dr. Monika Schnitzer**, Professorin für VWL, Universität München, Vorsitzende des Sachverständigenrats zu Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, zu „*Der Investitionsstandort Deutschland in Zeiten geopolitischer Veränderungen*“
- **Prof. Dr. Dirk Zetzsche**, Professor für Finanzmarktrecht & Koordinator des House of Sustainable Governance & Markets der Fakultät für Rechts-, Wirtschafts- und Finanzwissenschaften der Universität Luxemburg, zu „*Impact of AIFMD II on the law of collective investment schemes? - sustainability, digitalization, loan funds and cross-border matters*“

Zwei Closed Door Events - ein spezieller Investorenworkshop mit Impulsvorträgen institutioneller Investoren sowie das Investorendinner - runden die AIC 2023 ab.

Weitere Information und Sponsoring: Christina Gaul, gaul@bvai.de, +49 228 969870.

8.
MAI

3. JAHRGANG KOMPAKTSTUDIUM IMPACT INVESTING **EBS Executive School**

Rabatt für BAI-Mitglieder

- 5 Tage berufsbegleitende
- Vertiefende Einblicke in Zukunftsfeld Impact Investing
- Fokus: Intention, Beitrag sowie Messung und Steuerung von Impact Investing
- Mehr unter www.ebs.edu/iiv



Finanzmarktrisiken durch ETFs und Closet Indexing Eine empirische Analyse des deutschen Aktienmarktes

Philipp Bunnenberg

Duncker & Humblot, 2022, 287 Seiten, 99,00 €, ISBN 978-3-89673-776-2

Die Diskussion um angemessene Gebühren für aktives oder passives Fondsmanagement betrifft die Frage nach einer adäquaten Leistungsbewertung, einer risikoadjustierten Performancemessung als Grundlage für finanzielle Anreize von Fondsgesellschaften. Die Arbeit ist ein Beitrag zu einer grundlegenden Diskussion der Kapitalmarktforschung, dem messbaren Erfolg »aktiver versus passiver« Investmentstrategien. Der Autor setzt sich kritisch mit den wesentlichen Anlagestrategien und Modellen für Indexprodukte auseinander, aber auch mit bekannten Studien zur Regulierungspraxis zwecks Eindämmung des Closet Indexing bei aktiv gemanagten Investmentfonds. Das Ergebnis dieser Forschungsarbeit wirft ein neues Licht auf Closet-Indexing-Aktivitäten der analysierten europäischen UCITS-Vehikel. Closet Indexing tritt nicht wie allgemein angenommen nur sporadisch auf, sondern ist eine weit verbreitete Anlagestrategie in vielen vermeintlich aktiv gemanagten Aktieninvestmentfonds.



Heizkostenverordnung: HeizkV

Prof. Dr. Siegbert Lammell

C.H.Beck, 2022, Hardcover (Leinen), 5., neu bearbeitete Auflage, 2022, 79,00 €, 392 Seiten, ISBN 978-3-406-77587-1

Heizkostenabrechnung entspannt angehen.

Der führende Kommentar nach der Heizkosten-Novelle wieder neu

- kompakte Kommentierung von HeizkV, CO₂KostAufG, FFVAV, WärmeLV
- vom Spezialisten der Materie aus einer Hand kommentiert
- von besonderer Bedeutung im Hinblick auf die exponentielle Steigung der Heizkostenabrechnung

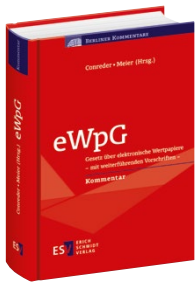
Den Weg zur richtigen Abrechnung

zeigt dieser kompetente Kommentar. Er **beantwortet präzise, umfassend** und mit Blick auf das allgemeine Mietrecht **alle Fragen** im Zusammenhang mit der Heizkostenabrechnung und erleichtert deren Überprüfung.

Die Neuauflage

- umfasst u.a. die ausführliche Kommentierung der Heizkostennovelle vom November 2021, u.a. mit den neuen §§ 6a und 6b zu Abrechnungs- und Verbraucherinformationen sowie zum Datenschutz
- die umfangreiche Erläuterung von Wärmelieferverordnung (WärmeLV), Fernwärme- oder Fernkälte-Verbraucherfassungs- und Abrechnungsverordnung (FFVAV) und Kohlendioxidaufteilungsgesetz (CO₂KostAufG, Entwurfsfassung)

alle wesentlichen und **aktuellen obergerichtlichen Entscheidungen**



eWpG Gesetz über elektronische Wertpapiere - mit weiterführenden Vorschriften –Kommentar

Herausgegeben von Dr. Christian Conreder und Dr. Johannes Meier

ERICH SCHMIDT VERLAG, 2022, 2023, XXIV, 610 Seiten, fester Einband, 108,00 €, ISBN 978-3-503-20092-4

Das „Gesetz über elektronische Wertpapiere“ (eWpG) ist für das Finanzrecht revolutionär und wird auch auf viele Branchen abseits der Finanzindustrie weitreichende Auswirkungen haben. War bislang beispielsweise für Unternehmensfinanzierungen im Wertpapierrecht zwingend eine körperliche Urkunde vorgeschrieben, darf künftig auch auf Blockchain-Technologie gesetzt werden.

Das Werk bietet Ihnen neben detaillierten Kommentierungen zu allen grundlegenden Neuregelungen auch Erläuterungen weiterer Vorschriften mit eWpG-Bezug aus DepotG, KWG, FinDAG, WpPG, KAGB und SchVG.

Im Fokus stehen dabei z.B. die Themen:

- Auswirkungen auf Inhaberschuldverschreibungen sowie perspektivisch auch auf weitere Formen, u.a. Aktien
- Transparenz durch ein zentrales Register – entweder über ein Zentralwertpapier- oder ein Kryptowertpapierregister
- Anwendung des Eigentümerschutzes (insb. nach § 90 BGB) auf die neuen digitalen Assets – u.a. auch mit Relevanz für Insolvenz- und Zwangsvollstreckungsfälle Pflichtlektüre für alle, die die digitale Zukunft der Finanzinstrumente und des deutschen Finanzplatzes aus juristischer Perspektive mitgestalten.

Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht

Dr. Andreas Meyer, Prof. Dr. Rüdiger Veil, Prof. Dr. Thomas Rönnau (Hrsg.)

C.H.Beck, 2023, Hardcover (Leinen), 199,00 €, 2. Auflage, 2023, 862 Seiten, ISBN 978-3-406-77533-8

Das Werk stellt die Regelungsmaterie des Marktmissbrauchsrechts systematisch, praxispflichtig und kompakt dar. Es behandelt die Insider- und Marktmanipulationsverbote, die vielfältigen Publizitätspflichten für Emittenten und Geschäftsleitung und die Anforderungen an Finanzanalysen. Außerdem erläutert es die Aufgaben und Befugnisse der BaFin und geht auf die drastisch verschärften strafrechtlichen Sanktionen und die privatrechtliche Haftung ein.

Vorteile auf einen Blick

- praxispflichtige Darstellung
- systematische Aufbereitung der komplexen Regelungsmaterie
- Erläuterung der strafrechtlichen Sanktionen

Zur Neuauflage

- Nach Wirksamwerden der MAR wurden eine Vielzahl von Auslegungs- und Anwendungsfragen im Schrifttum erörtert. Die Aufsichtsbehörden haben ihre Verwaltungspraxis konkretisiert. Zudem haben die Auswirkungen der Corona-Pandemie neue Fragen für die Anwendungspraxis aufgeworfen.
- Die BaFin hat dazu eine Reihe von Verlautbarungen veröffentlicht, im Einzelnen
- Das neue Modul C des Emittentenleitfadens,
- FAQ zum Umgang mit den Auswirkungen der COVID-19-Pandemie sowie
- Leitlinien zu Ad-hoc-Publizitätspflichten und Aufschubmöglichkeiten für Kredit- und Finanzinstitute betreffend bankaufsichtliches Handeln und Abwicklung.



- Daneben hat die ESMA in ihren "Questions and Answers on the Market Abuse Regulation (MAR)" eine Reihe praxisrelevanter Hinweise vorgenommen. Der Abschlussbericht der ESMA zur zukünftigen Reform der Marktmissbrauchsverordnung an die Kommission (sog. MAR Review report) gibt bedeutende Hinweise auch auf die Auslegung der geltenden Regelungen durch die ESMA, ebenso das Konsultationspapier der ESMA zum Aufschub von Ad-hoc-Mitteilungen aufgrund bankaufsichtsrechtlicher Vorgaben. Zudem hat der europäische Gesetzgeber Erleichterungen für Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten geschaffen. Dabei wurden auch allgemein gültige Änderungen an der MAR vorgenommen. Schließlich hat der BGH in Strafsachen interessante Einschränkungen bei der Vermögensabschöpfung im kapitalmarktstrafrechtlichen Kontext vorgesehen.
- Die Neuauflage wird diese Entwicklungen in den Kontext der Anwendungspraxis setzen und die zersplitterten Rechtsgrundlagen zu einer zusammenhängenden und verständlichen Darstellung zusammenführen.



Praxis-Kommentar: DSGVO

Bernhard Freund, Bernd Schmidt, Sebastian Heep, Anna-Kristina Roschek (Hrsg.)

Fachmedien Recht und Wirtschaft, 2023, Broschur, 1. Auflage 2023, 99,00 €, 1140 Seiten, ISBN 978-3-8005-1840-1

Der Titel in Kürze:

- Bietet fundierte, konkrete sowie praxistaugliche Lösungen für Datenschutz-Praktiker*innen bei der Anwendung der DSGVO
- Arbeitshilfe für den Spagat zwischen Betroffeneninteressen, dem Recht auf informationelle Selbstbestimmung und dem Datenschutzgrundrecht auf der einen und der Notwendigkeit praktisch umsetzbarer Lösungen auf der anderen Seite
- Die Autor*innen sind ausgewiesene Datenschutz-Expert*innen aus Unternehmen, Anwaltschaft und Datenschutz-Aufsichtsbehörden

Das Inkrafttreten der Datenschutzgrundverordnung hat unser Bewusstsein für den Daten- und Persönlichkeitsrechtsschutz aufgerüttelt und zur Neuausrichtung des Datenschutz-Managements in praktisch jedem Unternehmen und jeder Organisation geführt. Bei der Anwendung der Datenschutzgrundverordnung müssen Datenschutz-Praktiker*innen täglich den Spagat schaffen zwischen Betroffeneninteressen, dem Recht auf informationelle Selbstbestimmung und dem Datenschutzgrundrecht auf der einen Seite sowie dem Unternehmensinteresse und der Notwendigkeit praktisch umsetzbarer Lösungen auf der anderen Seite. Um diese und weitere Herausforderungen des Datenschutz-Managements zu meistern, brauchen Datenschutz-Praktiker*innen fundierte, konkrete und praxistaugliche Lösungen, die sie in diesem DSGVO Praxis-Kommentar finden.

Die Autor*innen sind ausgewiesene Datenschutz-Expert*innen aus Unternehmen, Anwaltschaft und Datenschutz-Aufsichtsbehörden, die die Herausforderungen des Datenschutz-Managements aus ihrer täglichen Arbeit kennen und ihr Praxiswissen zum Aufbau und Betrieb von Datenschutz-Management-Systemen teilen. Damit ergänzt dieser DSGVO Praxis-Kommentar das bestehende Angebot wissenschaftlicher Kommentierungen und Handbücher zum Datenschutzrecht und ist unverzichtbares Handwerkszeug für Datenschutz-Praktiker*innen.