



Schwerpunktthema „Private Debt“

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



Bitte merken Sie sich die folgenden Termine vor:

Dienstag, 5. März 2024, Frankfurt
BAI Private Debt Symposium

Mittwoch, 20. März 2024 (online)
BAI-Mitgliederversammlung

Montag, 22. April bis Mittwoch, 24. April 2024, Frankfurt
BAI Alternative Investor Conference (AIC) 2024

Donnerstag, 19. September 2024, Frankfurt
BAI InnovationsDay

Dienstag, 1. Oktober 2024, Frankfurt
BAI Real Assets Symposium

Donnerstag, 28. November 2024, Frankfurt
BAI Workshop Sustainable Finance & ESG

Inhalt

- 3 **Leitartikel**
Frank Dornseifer, BAI e.V.
- 7 **Mitgliederneuvorstellungen**
- 11 **Von Due Diligence bis Pricing - Herausforderungen bei Private Debt Secondaries**
Anselm Feigenbutz und Heiko Teßendorf, Allianz Global Investors
- 15 **Real Estate Debt: Dreht die „Großwetterlage“?**
Manuel Köppel und Pascal Scheeff, BF.capital GmbH
- 18 **Wachstumsmarkt Private Debt: Investoren und Kreditnehmer könnten profitieren**
Rizwan Khan und Harald Klug, BlackRock
- 22 **Direct Lending: Der Markt wird anspruchsvoller – und interessanter**
Marc Preiser, Fidelity International
- 25 **Private Credit – Der richtige Due-Diligence-Ansatz ist entscheidend für erfolgreiche Co-Investments**
Jakob Schramm und Florian Hofer, Golding Capital Partners
- 28 **Corporate Private Debt – Eine attraktive Investitionsmöglichkeit für institutionelle Investoren**
Guido Justen und Max-Fabian Glöckner, Helaba Invest
- 31 **A historic opportunity: real estate debt in 2024**
David White, LaSalle Investment Management
- 34 **Auf der Suche nach Risikominimierung und Renditepotenzial**
Ingo Matthey, M&G
- 38 **Senior Loans: Warum sich Anleger auf stabile Branchen konzentrieren sollten**
Patrick Sobotta, Natixis Investment Managers
- 40 **Das fehlende Puzzlestück in (vielen) europäischen Private-Debt-Portfolios**
Chris Rust und Lei Lei, Ninety One
- 43 **Warum die Unternehmensgröße eine Rolle spielt im Direct Lending**
Eric Muller und Thomas S. Wong, OHA
- 47 **Direct Lending in unsicheren Zeiten**
Andreas Klein und Conrad Manet, Pictet Asset Management
- 49 **Die Renaissance des Nachrangs**
Marc Pahlow und Florian Feder, Rantum Capital
- 52 **Infrastrukturkredite 2024 an einem „Sweet Spot“**
Alex Leung, UBS Asset Management
- 57 **Veranstaltungshinweise**
- 60 **Buchvorstellungen**

Sehr geehrte Damen und Herren, liebe Mitglieder,

BAI Agenda 2024 – neues Jahr, neue Regulierung!?

Im Regulierungszyklus bedeutet der Jahreswechsel selten eine echte Zäsur. Gesetzgeber und Aufsichtsgremien bleiben die gleichen, und somit auch die Themen. Allerdings gibt es mit Blick auf das Jahr 2024 doch einige Parameter, die eine Zäsur bzw. einige Veränderungen bringen, die es lohnt, etwas genauer zu betrachten. Zunächst aber einmal zu den gesetzten Schwerpunktthemen, die in diesem Jahr bedeutend die Verbandsarbeit prägen werden:

- AIFMD-II-Umsetzung im KAGB mit den Fokusthemen Kreditfonds und Liquiditätsmanagement,
- Praxisumsetzung des neuen ELTIFs insbesondere mit Blick auf Vertriebs- und Abwicklungsthemen,
- weitere Implementierung der Sustainable Finance Regulierung nicht nur im Hinblick auf Reporting und den Ausbau der Taxonomie, sondern vor allem auch mit Blick auf den Review der Offenlegungsverordnung SFDR, der möglicherweise eine fundamentale Neukonzeption des Regelwerks weg von der Offenlegungssystematik hin zu einer Kategorisierung oder Skalierung bedeuten könnte,
- Überarbeitung der Anlageverordnung mit Einführung einer eigenen Infrastrukturquote und einer deutlichen Bereinigung der Vorgaben und Restriktionen für Fondsanlagen,
- Jahressteuergesetz 2024, mit dem Fondsanlagen im Bereich Erneuerbare Energien und Infrastruktur auch (investment-)steuerrechtlich praxisgerecht und wettbewerbsfähig flankiert werden sollen, nachdem dieses mit dem Zukunftsfinanzierungsgesetz und Wachstumschancengesetz noch nicht möglich war,
- weitere Implementierung der europäischen Digital Assets Regulierung in Form von MiCAR, DORA und DLT-Pilot-Regime, aber auch der nationalen Vorgaben aus eWpG, Zukunftsfinanzierungsgesetz und Finanzmarktdigitalisierungsgesetz.

Das klingt nach einer vollen und ambitionierten Agenda und so ist es auch. Allerdings sollte man den Kontext näher betrachten und dann kann frau/man diese Agenda durchaus mit etwas Optimus angehen. Zum einen haben wir in diesem Jahr die Europawahl und das bedeutet schon aus politischen und Wahlkampfgründen eine gewisse Zäsur in der europäischen Gesetzgebung. Mit anderen Worten: alle Beteiligten können – vom Frühsommer bis zum Herbst – durchatmen, außer die Politiker, für die hat der Wahlkampf quasi schon begonnen.

Zum anderen ist zu konstatieren, dass es sich bei einem Teil der o.g. Themen um laufende oder fast abgeschlossene Review-Prozesse handelt, bereits bestehende Richtlinien oder Verordnungen also – lediglich – überarbeitet werden. Mit anderen Worten: auf die Branche kommen punktuelle Änderungen zu, und eben nicht ein komplett neues Regelwerk mit großem Umsetzungsaufwand, wie etwa damals bei der Verabschiedung des Sustainable-Finance-Pakets.

Und schließlich gibt es hier in Deutschland zudem Bestrebungen, Gesetze auch mit Blick auf Standort- bzw. Wettbewerbsgesichtspunkte zu überarbeiten; erklärtes Ziel ist also, Regulierung besser zu machen, Bürokratie und Inkonsistenzen abzubauen etc. Derartige (De-)Regulierung ist grundsätzlich und vorbehaltlos zu begrüßen, wenn es dann eben auch richtig gemacht wird.

Diejenigen, die einen etwas genaueren Blick auf diese Themen werfen wollen, können sich – wie immer – umfassend in unserem [Mitgliederportal](#) informieren, in dem wir laufend über diese und viele weitere Themen informieren. Zudem haben wir auf unserer [Homepage](#) auch eine Präsentation mit den wesentlichen Eckpunkten den Regulierungsjahrs eingestellt.

Dort finden Sie übrigens auch unseren mindestens ebenso lesenswerten Meta-Outlook 2024 mit Markteinschätzungen für das Jahr 2024 von rund 30 Unternehmen aus der AI-Branche. Ein besseres Kompendium finden Sie wohl kaum.

In unsere Veranstaltungssaison sind wir mit sehr gut frequentierten Webinaren zum neuen ELTIF, zu Investmentopportunitäten im Segment Climate Transition and Renewable Energy sowie zu ESG in der AIFM-Praxis gestartet.

Darüber hinaus ist nun auch das Programm für unsere Flagshipkonferenz, die [BAI Alternative Investor Conference](#), finalisiert und wir haben bereits eine hohe Zahl von Anmeldungen von Vertretern aus unserer Branche, aber auch von institutionellen Endinvestoren. Wir freuen uns auf hochkarätige Keynote Speeches und Fachvorträge, dezidierte Paneldiskussionen, den exklusiven Investorenworkshop und natürlich



Frank Dornseifer,
BAI e.V.

ein kurzweiliges und unterhaltsames Get-together. Bitte beachten Sie, dass wir in diesem Jahr die Tickets für die AIC auf 850 begrenzt haben. Melden Sie sich also rechtzeitig an.

Private Debt Symposium /Themenschwerpunkt

Vor der AIC wird dann aber auch – nach dem großen Erfolg im Vorjahr – noch das Private Debt Symposium am 5. März im Hotel Scandic Hafenspark in Frankfurt stattfinden, in neuen Räumlichkeiten in zwei parallelen Streams. Auch hierzu können Sie sich noch anmelden.

Und damit wären wir auch schon beim Themenschwerpunkt dieses Newsletters, mit dem wir Sie dezidiert und fokussiert auf das Symposium vorbereiten.

Private Debt und entsprechende Fonds gehören in diesem Jahr – wieder einmal – zu den zentralen Anlage- und Verbandsthemen. Das über Jahre hinweg wachsende Interesse der Investoren an diesem Anlagesegment ist bekanntlich ungebrochen, wie auch unser Investor Survey im letzten Jahr dokumentiert hat. Die Branche befindet sich zudem – auch ohne den eingangs erwähnten AIFMD-Review – im Wandel. Es finden sich immer neue, z.T. maßgeschneiderte Investmentstrukturen für die Anlage im Segment Private Debt; gleichzeitig werden geschlossene Fondsstrukturen, die ausschließlich professionellen Anlegern offenstanden, auf den Prüfstand gestellt. Mittlerweile erfreuen sich nämlich z.B. Evergreen-Strukturen bzw. semi-liquide Fonds sowohl bei Anbietern, aber auch bei Investoren zunehmender Beliebtheit. Auch die sog. Demokratisierung der Private Markets schreitet weiter voran und die Branche stellt sich darauf ein, dass zukünftig auch Privatanleger in unterschiedlicher Ausprägung in diesem Marktsegment investieren. Gerade an den ELTIF 2.0 sind in dieser Hinsicht große Erwartungen geknüpft.

Nicht ohne Auswirkungen wird in diesem Kontext natürlich auch das durch AIFMD-II erstmalig europaweit harmonisierte Regime für Kreditfonds sein, welches diverse regulatorische Änderungen mit sich bringt, angefangen von organisatorischen und Risiko- bzw. Liquiditätsmanagementanforderungen, Leveragelimits (300% für geschlossene Fonds, 175% für offene Fonds), dem 5%-Selbstbehalt bei der Weiterveräußerung von Krediten, usw.

Mit Blick auf diese Trends und regulatorischen Änderungen ist also nicht nur dieser Newsletter, sondern natürlich auch das Private Debt Symposium ein Muss für alle, die sich mit Private Debt befassen. Auch das gegenwärtige Marktumfeld dürfte für weitere und spannende Diskussionen sorgen, ist doch noch lange nicht ausgemacht, ob bzw. wann es wieder zu einem Richtungswechsel bei der Zinspoli-

tik kommt, ob sich Rezessionsszenarien materialisieren usw. Auch sind manche Bewertungen von Portfoliounternehmen mit Vorsicht zu genießen, so dass bestimmt auch häufiger über Defaults und Recoveries zu reden sein dürfte, denn noch lange ist nicht ausgemacht, ob etwa steigende Finanzierungskosten an Kunden weitergeben werden können oder nicht etwa Zahlungsausfälle oder sogar Insolvenzen drohen.

Last, but not least, richten aktuell auch diverse Aufsichtsgremien wieder das Augenmerk auf die Finanzmarktstabilität im gesamten NBF-Sektor, und damit auch auf den Sektor Private Debt. Die EU-Kommission hat jüngst ein non-paper hierzu veröffentlicht. Private Debt bietet also ein breites Diskussionspektrum und als Interessenvertretung nehmen wir diese Themen natürlich gerne und gewissenhaft für Sie auf.

BAI Mitgliederversammlung am 20. März

Unsere Mitglieder haben vor Kurzem 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 viele interessante und innovative Themen 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.

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.

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

Frank Dornseifer

BAI Private Debt Symposium 2024

Tuesday, March 5, 2024, Scandic Hotel Hafenpark, Frankfurt



AGENDA

- Event for institutional investors and the alternative investment industry
- Presentations and panel discussions on current developments in the private debt markets
- Casual get-together with buffet and drinks

Lead-Sponsors

ARDIAN *Muzinich & Co*

Silver-Sponsors

AEGON Asset Management | **Alcentra** | **ELF** CAPITAL GROUP | **Federated Hermes** Private Markets

GT GreenbergTraurig | **HAYFIN** | **KKR** | **M&G** Investments | **NATIXIS** INVESTMENT MANAGERS | **RANTUM CAPITAL**

STEPSTONE | **SUSI PARTNERS**

Panel-Sponsors

apera asset management | **APOLLO** | **BF** capital | **CAPITAL FOUR** | **CROSSHARBOR** CAPITAL PARTNERS

DRC savills investment management | **Fidelity** INTERNATIONAL | **Goldman Sachs** Asset Management | **LaSalle** | **OHA** OAK HILL ADVISORS | **ODDO BHF** ASSET MANAGEMENT

Get-together-Sponsor

PEMBERTON

Lunch-Sponsor

PICTET Asset Management

Coffeebreak-Sponsor

caplantic ALTERNATIVE ASSETS

Supporter

B BRIGHT CAPITAL

Mediapartner

Absolut research

FONDS FRAUEN EMPOWERING WOMEN IN FINANCE

portfolio institutionell

23. - 24. April 2024

sowie Pre-Event am 22. April 2024 zu Recht & Regulierung

Kap Europa, Frankfurt



Prof. Dr. Bernd Raffelhüschen
Forschungszentrum Generationenverträge,
Albert-Ludwigs-Universität Freiburg



Prof. Dr. Isabell M. Welpe
Chair of Strategy and Organisation,
TUM School of Management



Prof. Oliver Gottschalg
Strategy Department,
HEC School of Management Paris



Christoph Junge
Head of Alternatives,
Velliv



© Bernt Haberland

Thorsten Havener
Gedankenleser

Dinner-Sponsor



Gold-Sponsoren

ARDIAN

Alternatives by
FRANKLIN TEMPLETON

BlackRock

GOLDING



ICG

financemotion

Luther.

Lunch-Sponsoren

AltamarCAM PARTNERS SwanCap

Manulife
Investment Management

PEMBERTON

POELLATH +

RANTUM CAPITAL

Schroders
capital

STEPSTONE



UNIGESTION

Universal Investment

Pre-Event-Sponsoren



GT GreenbergTraurig

McDermott Will & Emery

WILLKIE
WILLKIE FARR & GALLAGHER LLP

Einlass-Sponsor

HAYFIN

Get-together-Sponsoren

ACM

DZ PRIVATBANK

PREQIN

Meeting-Lounge-Sponsoren

Federated Hermes
Private Markets

HSBC

Tages-Sponsor

HARBOURVEST

Silber-Sponsoren

ANNERTON

astorg

BERENBERG

caceis
INVESTOR SERVICES

CAPITAL FOUR

DIGITALBRIDGE

hazelview

igneo
Infrastructure Partners

KKR

Lupus alpha

ODDO BHF
ASSET MANAGEMENT

TIKEHAU CAPITAL

wealthcap
Real Estate Investment Manager

mit freundlicher Unterstützung von

argos.wityu

BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT
Der nachhaltige Investor für eine Welt im Wandel

BNP PARIBAS

CapitalDynamics
Investment

Creditreform Rating

inits

PORTFOLIO ADVISORS

pwc

YIELCO
Investments

Medienpartner

Absolut research

Börsen-Zeitung

dpm

INTELLIGENT INVESTORS

INVESTMENT CHANNEL

IPE

portfolio institutionell

S

VentureCapital

Partnerverbände

IO
Women in Finance

AIMA

CALA ASSOCIATION

CFA Society Germany

FONDS FRAUEN

SECA



zum Programm

Informationen zur AIC 2024 finden Sie unter:

www.ai-conference.com

Bei Fragen kontaktieren Sie bitte das Events-Team unter +49 228 9698735 oder events@bvai.de

Seit Mitte Dezember 2023 haben wir zehn neue Mitglieder gewinnen können.

Wir freuen uns, nun auch

- Abbott Capital Management LLC
- Ambianta
- Armen SAS
- BDO AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
- Freshfields Bruckhaus Deringer Rechtsanwälte Steuerberater PartG mbB
- IntReal Luxembourg S.A.
- MetLife Investment Management Europe Limited
- NinetyOne Luxembourg S.A. - German Branch
- Sienna Investment Managers S.A.
- W&P Immobilienberatung GmbH

als Mitglieder begrüßen zu dürfen.

Eine Übersicht über alle 278 BAI-Mitglieder finden Sie [hier](#).



Abbott Capital Management LLC

Abbott Capital Management, LLC wurde 1986 gegründet und spezialisiert sich als unabhängiger Investment Advisor auf Private Equity Portfoliomanagement. Die Investorenbasis von Abbott Capital in Europa und den USA besteht aus öffentlichen und betrieblichen Pensionsfonds, Versicherungen, Stiftungen, Family Offices und vermögenden Privatpersonen. Als einer der wenigen Private Equity Investment Advisor mit einem Track Record von über 35 Jahren fokussiert sich Abbott Capital auf Investitionen in drei Kernbereichen: (i) Primaries, (ii) Secondaries und (iii) Co-Investments. Die langjährige Erfahrung und Position im Private Equity Markt helfen Abbott Capital bei allen Aspekten unseres Geschäfts, wie beispielsweise der Zugang zu attraktiven Fonds und Investitionen, die Erstellung individuell anpassbarer Kundenportfolios, bis hin zu unserer engen Kundenbetreuung durch unser vollständig integriertes Customer Relations Team.



Ambianta

Ambianta ist ein europäischer Investor mit dem Fokus auf ökologische Nachhaltigkeit, in den Assetklassen Private Equity, Public Markets und Private Credit. Von Mailand, London, Paris und München aus verwaltet Ambianta ein Vermögen von mehr als 3 Milliarden Euro. Der Schwerpunkt liegt auf Unternehmen, die von ökologischen Megatrends angetrieben werden und deren Produkte oder Dienstleistungen die Ressourceneffizienz verbessern und Schadstoffe reduzieren. Als Pionier gehörte Ambianta 2012 zu den ersten Unterzeichnern der Initiative UN PRI und erlangte bereits 2019 den Status einer Benefit Corporation (B Corp) und eines klimaneutralen Unternehmens. Im Jahr 2020 wurde Ambianta Mitglied der Organisation „Institutional Investors Group on Climate Change“ (IIGCC), und 2023 setzte Ambianta mit dem Beitritt zur Science-Based Targets Initiative (SBTi) ein weiteres positives Vorbild für die Branche.

A R M E N

Armen SAS

Armen is the first native European PE firm making strategic minority investments (GP Stakes) in leading middle market investment firms. It was founded by PE veterans with a strong track record and relevant GPs success stories (Ardian, Capza, Mid Europa Partners). It benefits from three local offices in Europe and a global presence with 20 professionals focused on delivering long term value. Armen is also the first purpose-driven GP stakes firm globally. It is named in reference to a famous lighthouse in Brittany to embody foresight, resilience, and trust – values which constitute the cornerstone of Armen's sustainability approach. Armen's vision is that responsible entrepreneurs and companies are powerful levers of change in a world with a growing need for purpose. Armen acts within GPs and their companies to contribute as a partner to value creation and positive transformation of our ecosystem.



BDO – Partner rund um den Unternehmenserfolg

Mehr als 2.500 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter stehen bei BDO deutschlandweit an 27 Offices als kompetente Partner für Ihren Unternehmenserfolg zur Verfügung. Für Wirtschaftsprüfung und prüfungsnahe Dienstleistungen, Steuer- und wirtschaftsrechtliche Beratung oder Advisory Services bietet BDO fachliche Expertenteams und zukunftsfähige Lösungen. Persönliche Betreuung, Verlässlichkeit und höchste Qualität sowie die Einbindung in unsere leistungsfähige globale Organisation gewährleisten einen punktgenau auf individuelle Bedürfnisse abgestimmten Service – bei Bedarf weltweit. Im Bereich Financial Services - Wealth & Asset Management bündelt BDO Expertise für Privatbanken und in der Vermögensverwaltung. Mit dieser Branchenorientierung ist es uns möglich, unsere Teams je nach individuellen Anforderungen unserer Kundinnen und Kunden einzusetzen.



Freshfields Bruckhaus Deringer Rechtsanwälte Steuerberater PartG mbB

Freshfields Bruckhaus Deringer berät mit mehr als 2.800 Anwälten in den wichtigsten Wirtschaftszentren der Welt. In Deutschland unterstützen über 600 Anwälte nationale und internationale Mandanten bei komplexen und grenzüberschreitenden Transaktionen, Streitverfahren und Regulierungsthemen.

Im Bereich Private Funds and Secondaries berät ein globales Team von ca. 40 Anwälten in der EU, UK, den USA und MENA Fondsmanager, Vermögensverwalter und Investoren umfassend über verschiedene Sektoren, Zielmärkte und Fondsstile hinweg. Neben der internationalen Vernetzung gehört zu den besonderen Stärken des Teams auch die enge Zusammenarbeit an den Schnittstellen zu anderen Regulierungsbereichen.

INTREAL

IntReal Luxembourg S.A.

Als Service-KVG fokussiert sich die INTREAL ausschließlich auf die Auflage und Administration von regulierten Immobilienfonds für Dritte nach dem KAGB. Über die Plattform können alle Möglichkeiten einer Immobilien-KVG genutzt werden, ohne selbst eine gründen zu müssen. So können sowohl offene wie geschlossene Immobilienfonds aufgelegt oder auch das Back-Office von KVGs an INTREAL ausgelagert werden. Mit 526 Mitarbeitern Mitarbeitenden bietet die INTREAL-Gruppe langjähriges Immobilien-Know-how sowie detailliertes und hochprofessionelles Fondsadministrations-Wissen. Über die Tochtergesellschaft INTREAL Luxembourg ist das Haus an Europas größtem Fondsstandort Luxemburg vertreten. Die INTREAL Luxembourg ist unabhängiger AIFM und Zentralverwalter für Luxemburger Immobilienfonds sowie immobiliennahe Assetklassen wie Infrastruktur oder Private Debt für deutsche und internationale Kunden.



MetLife Investment Management Europe Limited

MetLife Investment Management betreut institutionelle Investoren auf der ganzen Welt. Wir als Unternehmen kombinieren dabei einen nachhaltigen Investmentansatz mit einer langjährigen Expertise in den Anlageklassen Public Fixed Income, Private Credit, Infrastructure Debt und Real Estate. Unser Ziel ist es, starke risikobereinigte Renditen zu erzielen, indem wir maßgeschneiderte Portfoliolösungen für unsere Kunden entwickeln. Wir hören unseren Partnern zu und arbeiten eng mit diesen zusammen, um sicherzustellen, dass wir Strategien umsetzen, welche unseren Kunden dabei helfen Ihre Ziele auf nachhaltige und andauernde Weise zu erreichen. Durch die Nutzung der vielen Ressourcen- und der 150-jährigen Geschichte von MetLife verfügen wir über ein umfassendes Know-how in der geschickten Navigation durch verschiedenste Märkte und Marktphasen. Zum 31. Dezember 2023 verwalteten wir ein Vermögen von 543,9 Milliarden Euro.



NinetyOne Luxembourg S.A. - German Branch

Ninety One ist ein aktiver globaler Investmentmanager mit einem verwalteten Vermögen von 141,9 Mrd. Euro*. Unser Ziel ist es, langfristige Anlageerträge für unsere Kunden zu generieren und zugleich positive Veränderungen für Mensch und Umwelt herbeizuführen. Das 1991 als Investec Asset Management in Südafrika gegründete Unternehmen begann als Start-up, das inländische Anlagelösungen in einem aufstrebenden Markt anbot. Mit der Abspaltung von der Investec Gruppe wurden wir zu Ninety One – einem globalen Unternehmen, das stolz auf seine Wurzeln in einem Schwellenland ist. Unser Private-Debt-Angebot umfasst eine Vielzahl spannender und teils einzigartiger Anlagestrategien. Hierzu zählen Africa Credit Opportunities, European Credit Opportunities, Emerging Africa Infrastructure und Africa Real Estate. *Stand 30. September 2023. Anlagen sind mit Risiken verbunden, es können Verluste entstehen.



Sienna Investment Managers S.A.

Sienna Investment Managers ist der paneuropäische Asset Manager der börsennotierten Investmentholding Groupe Bruxelles Lambert (GBL). Mit einem Team von rund 300 Fachleuten sind wir in Paris, Luxemburg, London, Hamburg, Frankfurt, Madrid, Amsterdam und Seoul tätig. „Investing with a purpose“ – Siennas Multi-Expertise beinhaltet sowohl börsennotierte als auch private Vermögenswerte (Immobilien, Private Debt, Private Equity und Venture Capital). Auf diese Weise können wir maßgeschneiderte und innovative Lösungen anbieten, die perfekt auf das Profil unserer Anleger abgestimmt sind. Durch die Finanzierung von nachhaltigen Infrastrukturprojekten in erneuerbaren Energien unterstützen wir aktiv die „Energy Transition“ und schaffen zusätzliche Kapazitäten. Ende 2023 verwaltete Sienna IM ca. 34 Milliarden Euro, von denen über 80% unter Artikel 8 und 9 der Offenlegungsverordnung (SFDR) fällt.



W&P Immobilienberatung GmbH

Wüest Partner ist ein innovatives und unabhängiges Dienstleistungsunternehmen in der europäischen Immobilienwirtschaft. Seit 1985 schaffen wir mittels Kombination von Expertise, Daten und digitalen Lösungen fundierte Entscheidungsgrundlagen. Branchenführend mit umfassenden Leistungen sind wir in den Bereichen Bewertung, Beratung, Investment Consulting, Daten & Analysen, Produkte, Software und Bildung tätig. Mit 31 Partner:innen und rund 500 Mitarbeitenden ist Wüest Partner an 15 Standorten in Europa und mit Hauptsitz in der Schweiz vertreten. In Deutschland mit Standorten in Frankfurt am Main, Berlin, Hamburg, München und Düsseldorf. Zu neuen Perspektiven und nachhaltiger Wertschöpfung erfahren Sie mehr auf www.wuestpartner.com oder @WuestPartner auf LinkedIn.

Nachträglich:

Legal & General Investment Management



Die Legal & General Group bietet Anlegern über Legal & General Investment Management (LGIM), Real Assets und Legal & General Capital Zugang zu einem breiten Investitionsspektrum im Bereich Private Markets. Ermöglicht wird dies durch unsere Expertise beim Vermögensaufbau, unsere weitreichenden Netzwerke und Partnerschaften und unsere tiefen Branchenkenntnisse. LGIM, gegründet 1970, verwaltet ein Vermögen von 1.348 Mrd. EUR und ist der elftgrößte Asset Manager weltweit sowie der größte europäische institutionelle Vermögensverwalter. Seit 15 Jahren ist die Gesellschaft am deutschen institutionellen Markt tätig. LGIM Real Assets verfügt über mehr als 50 Jahre Erfahrung und verwaltet ein Vermögen von 41 Mrd. EUR in den Bereichen Real Estate, Infrastruktur und Private Credit.

Legal & General Capital (LGC) ist die Plattform für Alternative Investments der Legal & General Gruppe und bietet Investoren Zugang zu einer Reihe von Sektoren, darunter Wohnimmobilien, spezialisierte Gewerbeimmobilien, Clean Energy, alternative Kredite und Venture Capital. (Quelle LGIM - AuM Angaben per 30.06.23 und IPE 2023 Top 500 Global Asset Managers Report)

Von Due Diligence bis Pricing - Herausforderungen bei Private Debt Secondaries

In Private Equity gehören sie schon seit Jahren zum Geschäft und gewinnen vermehrt auch in Private Debt an Bedeutung: Sekundärmarkttransaktionen bzw. Secondaries. Der Private Debt Sekundärmarkt ist eine logische Folge des starken Wachstums auf Seiten des Primärmarktes. Zudem wird das Wachstum zusätzlich durch Liquiditätsbestrebungen von Fondsmanagern und -investoren befeuert, die einen immer höheren Portfolioanteil in illiquide Private Markets Assets investieren. Obwohl der Markt für Private Debt Secondaries zwar im Vergleich zu den Primaries noch in den Kinderschuhen steckt, nimmt er über die letzten Jahre hinweg immer weiter an Fahrt auf und stellt Investoren dabei vor neue Herausforderungen.

Secondaries sind nicht zweite Wahl

Secondaries sind sozusagen „Second-hand-Anteile“, aber nicht Anteile zweiter Klasse, denn je nach Laufzeit des Fonds, Marktumfeld und Situation des Verkäufers können sich dabei interessante Einstiegsmöglichkeiten für Anleger ergeben, um deren Portfolioaufbau zu unterstützen. Generell wird zwischen zwei Typen von Sekundärmarkttransaktionen unterschieden: LP-led und GP-led Secondaries. Unter ersterem versteht man Transaktionen, die dadurch zustande kommen, dass Fondsinvestoren (Limited Partners), welche kurz- oder mittelfristig Liquidität benötigen oder ihr Portfolio neu gewichten möchten, ihre Fondsanteile auf dem Sekundärmarkt anbieten. Bei GP-led Secondaries hingegen bieten Fondsmanager (General Partners) Teile ihrer Portfolios, die nicht wie erwartet liquidiert wurden, auf dem Sekundärmarkt an, beispielsweise um ihre Fonds schließen und Investoren ausbezahlen zu können. In diesem Kontext entstehen oft sogenannte „Tail-End“ Transaktionen, in denen die letzten Portfoliounternehmen eines Fonds verkauft werden. Hierbei muss besonders Wert auf das Screening gelegt werden, da diese letzten noch im Fonds verbliebenen Portfoliounternehmen oft aus bestimmten Gründen noch nicht liquidiert werden konnten.

Die Attraktivität von Secondaries liegt besonders in den hohen Abschlägen, die oft erreicht werden können. Diese liegen oft im zweistelligen Bereich um die 15% und sind deutlich höher als auf dem Private Equity-Sekundärmarkt als Folge der fehlenden Liquidität. Neben dem initial verhandelten Abschlag auf den Kaufpreis (Net Asset Value) des Portfolios spielt hierbei vor allem der effektive Abschlag eine große Rolle, der besonders durch die Phase des Fonds und dem verbleibenden Wertverlust zum Kaufzeitpunkt beeinflusst wird.

Die Allianz Global Investors hat diesen Trend als einer der ersten großen Asset Manager bereits frühzeitig erkannt und konnte in der derzeitigen sehr attraktiven Marktsituation allein in den letzten zwölf Monaten eine zweistellige Zahl an Transaktionen abschließen. Die letzte größere Transaktion war dabei der Erwerb eines LP-Anteils einer führenden europäischen Senior-Strategie. Stand heute gibt es nur wenige Fonds, die sich auf Private Debt Secondaries spezialisieren.



Anselm Feigenbutz
Senior Portfolio Manager
Private Debt
Allianz Global Investors



Heiko Teßendorf
Head of BD Corporates &
Family Offices
Allianz Global Investors

Primärmarkterfahrung öffnet Türen

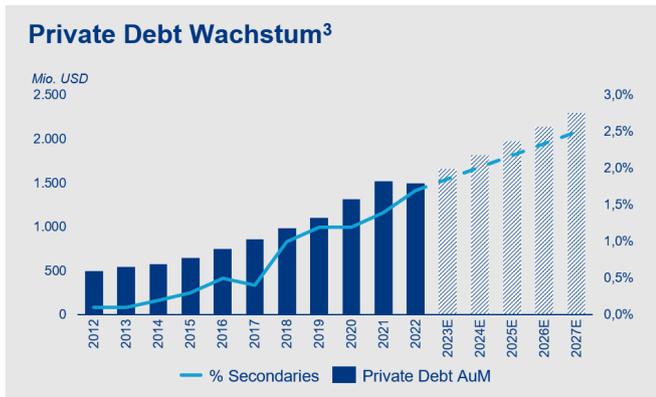
Das Marktumfeld im Bereich Private Debt Secondaries besteht aus wenigen verschiedenen Playern. Opportunistische Investoren oder Private Equity Sekundärfonds, die Kreditportfolios aufkaufen, haben meist zu hohe Kapitalkosten, um erfolgreich in diesem Segment tätig zu sein. Daher sind die primären Akteure vor allem Fund-of-Funds und teilweise Direct Lending Manager, wobei letztere oft von kompetitiven Biet-Verfahren ausgeschlossen werden. Darüber hinaus spielt für einen Verkäufer auch eine Rolle, an wen er seine Anteile abgeben möchte, um beispielsweise zu vermeiden, Informationen an einen direkten Mitbewerber offenlegen zu müssen. Daher werden oft größeren Investoren am Primärmarkt, die quasi „außer Konkurrenz“ sind mit einer entsprechenden Marktposition und Expertise vorrangig für Sekundärmarkttransaktionen in Betracht gezogen.

Mit der anhaltend unsicheren wirtschaftlichen Lage und der Zurückhaltung von Banken in der Kreditvergabe kommt dem Private Debt-Markt und seinen institutionellen Anlegern generell eine zunehmend wichtige Rolle zu. Aber auch GPs und LPs selbst können aus Liquiditätsgründen nach Lösungen suchen und daher Secondaries in Erwägung ziehen. Branchenexpert*innen gehen davon aus, dass das Volumen der Sekundärmarkttransaktionen in Private Debt weiter zunehmen und sich bis 2026 auf USD 50 Milliarden verdoppeln könnte¹. In Fortsetzung des strukturellen Wachstums der AUM wird prognostiziert, dass private Schuldtitel zur zweitgrößten privaten Kapitalanlageklasse werden.²

¹ Quelle: Private debt secondaries flooding the market overwhelm limited capital | PitchBook, 2023.

² Quelle: Pitchbook.

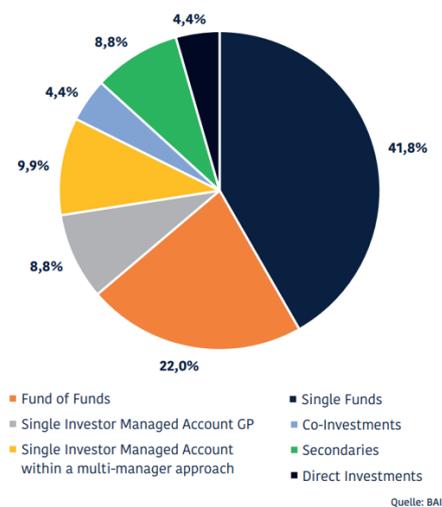
Von Due Diligence bis Pricing - Herausforderungen bei Private Debt Secondaries



Wie die obenstehende Grafik zeigt, liegt der Umsatz von Private Debt Secondaries bei ca. 1,7% der AUM p.a. im Vergleich zu 5% der AUM p.a. für Private Equity. In Anlehnung an die Entwicklung bei Private Equity könnte sich der Umsatz von Private Debt Secondaries in den nächsten Jahren beschleunigen.

Es gibt verschiedene Möglichkeiten, Zugang zu Sekundärmarkttransaktionen zu erhalten, klassischerweise über den Fondsmanager selbst oder die Anteilseigner am Fonds. Für kleinere institutionelle Anleger wie Pensionskassen, kleinere Versicherungen und Versorgungswerke sowie Anleger, die sich erst vor kurzem für ein Engagement in Private Markets entschieden haben, ist dieser Zugang aber oft erschwert. Das Gros der deutschen institutionellen Investoren investiert daher an der Seite größerer und etablierter Anleger und oft über Fondsinvestments. Dabei haben laut BAI 8,8% der deutschen Investoren bereits Zugang zu Private Debt über Sekundärmarkttransaktionen⁴.

Zugangswege deutscher institutioneller Investoren



³ Bei den Zahlen handelt es sich um Schätzungen. Nur zu Illustrationszwecken. Eine Wertentwicklung der Strategie ist nicht garantiert, und Verluste bleiben möglich. Quelle: Allianz Global Investors, 2024.

⁴ Quelle: BAI-Factsheet-Corporate-Debt_2023_geschuetzt.pdf (bvai.de), 2023

Auch institutionelle Anleger, die nicht auf ein internationales Netzwerk zurückgreifen können, werden sich eher an größere international agierende Marktteilnehmer wenden, die über langjährige Erfahrung in den zugrundeliegenden Märkten verfügen, spezielle Kenntnisse bei der Umsetzung von Transaktionen haben und über einen direkten Zugang zu den relevanten Akteuren im Sekundärmarkt verfügen. Dies beinhaltet nicht nur den Zugang zu den führenden Private-Markets-Fondsmanagern, sondern auch zu den relevanten Investmentbanken und Brokern, die oftmals das Bindeglied zu den verkaufswilligen Investoren darstellen.

AllianzGI hat seit 2022 ein dediziertes Team für die neue Secondary Strategie innerhalb des bereits bestehenden Primärmarkt-Teams aufgebaut, um sich frühzeitig in diesem Segment etablieren zu können.

Mehr Transparenz bei Wertermittlung

Die Herausforderungen von Private Debt Secondaries ergeben sich vor allem durch ihre Natur: Fondsanteile werden von typischerweise bereits länger investierten Fonds erworben. Dadurch liegt der Fokus in der Due Diligence neben der Reputation - im Primärmarkt einer der wesentlichen Faktoren - und dem Track-Record des GPs vor allem auf der Evaluation des bereits bestehenden Fondsportfolios. Diese Bewertung ist von bedeutender Relevanz, da besonders GP-led Tail-End Transaktionen, bei denen die noch am Schluss verbliebenen Portfoliounternehmen durch den Fondsmanager veräußert werden, oft Unternehmen enthalten, welche unter den Erwartungen des Investors performen und somit meist ein erhöhtes Ausfallrisiko haben. Das Ergebnis dieser Risiko-Rendite basierten Einschätzung ist das Pricing, besonders in Bezug auf den Abschlag des Net Asset Values (NAV). Dadurch ergeben sich vielfältige Möglichkeiten, wobei man die zukünftige Performance in diesem Fall besser abschätzen kann als bei einem „Blind-Pool“ Investment in einen Primary-Fonds, bei dem man auf die Performance-Persistenz des GPs angewiesen ist.

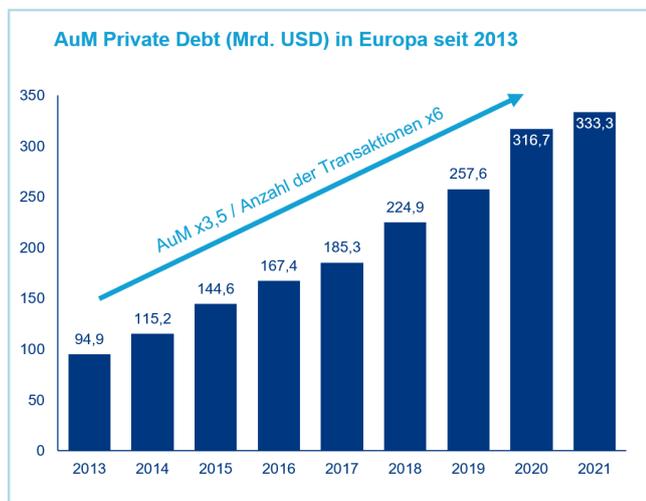
Das Pricing ist dementsprechend wichtig, da es einer der entscheidenden Faktoren in kompetitiven Auktionsprozessen ist, in denen die Sekundäranteile oft an neue Investoren veräußert werden und meist Bieter mit niedrigeren Abschlägen und einem dadurch höheren Erlös für den Verkäufer den Zuschlag bekommen. Darüber hinaus muss bei LP-led Transaktionen die zukünftige Fondsentwicklung abgeschätzt und in die Analyse miteinbezogen werden - besonders in Bezug auf zukünftige Investitionen und damit verbundene Capital Calls (Kapitalabrufe), da diese den effektiven Abschlag auf den NAV verwässern. Eine weitere Herausforderung innerhalb des Sekundärmarkt-Geschäfts besteht in der Abhängigkeit von einem weit verzweigten Netzwerk, um das Sourcing von Transaktionen zu sichern. Eine starke Position im Primärmarkt, ein großes internationa-

Von Due Diligence bis Pricing - Herausforderungen bei Private Debt Secondaries

les und stabiles Netzwerk und eine tiefe Marktkennntnis sind wichtige Elemente, um bei den Verhandlungen entsprechende Durchsetzungsstärke beweisen zu können.

Private Debt Secondaries im Kommen

Private Debt hat heute einen festen Platz in den Portfolien der meisten institutioneller Anleger. Auch in den kommenden Jahren ist von einem weiteren Wachstum der Assetklasse Private Debt auszugehen. Dies bedeutet, dass wir in Folge auch in Zukunft von einer steigenden Anzahl an Transaktionen im Sekundärmarkt ausgehen können.



Quelle: Preqin Global Private Debt Report 2022. GSAIM 2022 Umfrage.

Secondaries sind auf dem Vormarsch und werden sich in unseren Augen bald in immer mehr Portfolien institutioneller Anleger finden. So sollen laut einem Private Markets Ausblick von S&P, für den acht Private Markets Experten befragt wurden, sowohl GP- als auch LP-geführte Sekundärstrategien auch im Jahr 2024 sehr gefragt sein⁵. Secondaries können dank attraktiver Renditen, dem beschleunigten Kapitaleinsatz und der breiten Diversifikation für stark wachsende Portfolien eine gute Ergänzung sein und dabei helfen, die Allokation in Private Markets schneller als mit Primärfondsinvestments aufzubauen. Generell ist eine ähnliche Entwicklung wie im Private Equity Sekundärmarkt, welcher auch nach dem Boom im entsprechenden Primary Segment entstanden ist, zu erwarten. Auch wenn das prognostizierte Wachstum des Private Debt Sekundärmarkts hoch ist, wird es vermutlich etwas unter dem des Private Equity Sekundärmarkt liegen, begründet durch die kürzeren Fondslaufzeiten und der damit verbundenen generell höheren Liquidität des Fremdkapitalmarkts. Die derzeitige Volatilität des Marktes und die veränderte Zielalloka-

tion mancher Privatmarktportfolios führen dazu, dass derzeit mehr LPs den Exit über die Private-Debt-Secondaries Option suchen. Aber auch auf GP-Seite gewinnen Secondaries an Fahrt.

Gibt es den besten Zeitpunkt für Secondaries?

Durch die unterschiedlichen Motivationen für Private Debt-Verkäufe am Sekundärmarkt werden sich zu jeder Marktphase Investitionsmöglichkeiten ergeben. Beispielsweise in aktuellen Zeiten von hoher wirtschaftlicher Unsicherheit und geringer Liquidität, sind besonders LPs unter Druck, ihre Fondsanteile zu verkaufen und höhere Abschläge („Discounts“) darauf in Kauf zu nehmen. Auf der anderen Seite gibt es in Zeiten von sicherer Liquidität weniger Interesse an privaten Assets, weshalb viele LPs ihre Anteile auch dann am Sekundärmarkt zum Verkauf anbieten, um möglichst hohe Gewinne zu erzielen. Damit können Private Debt Secondaries aufgrund ihrer antizyklischen Charakteristik für Anleger in verschiedenen Situationen vorteilhaft sein. Durch den derzeitigen Käufermarkt ergeben sich zudem attraktive Renditevorteile für Secondaries-Investoren im Vergleich zu Primaries-Anlegern. Im Portfolio eines Investors können Sekundärmarkttransaktionen entweder als komplementäres Investment zu bestehenden Private-Markets-Anlagen verwendet werden oder aber zu einem schnellen und diversifizierten Aufbau eines Private-Markets-Portfolios beitragen. Zudem können Anleger, die sich in der heterogenen und komplexen Anlageklasse Private Markets engagieren wollen, über Secondaries in Private Debt Zugang zu entsprechenden Transaktionen und Erfahrungen in diesem noch jungen, aber stetig wachsenden Segment machen.

Dies zeigt: Sekundärmarkttransaktionen können einen guten Einstieg für institutionelle Anleger bieten, die gemeinsam mit einem erfahrenen Partner in kurzer Zeit ein entsprechendes Portfolio aufbauen wollen. Marktkennntnis, Zugang zu relevanten Transaktionen, Expertise und Erfahrung bei der Preisermittlung sind dabei entscheidende Aspekte. Secondaries sind keine Assets zweiter Klasse, sondern können erstklassiges Potenzial bieten.

⁵ Quelle: S&P Global „Private Markets Monthly, December 2023: The Outlook For 2024, According To Eight Experts On Private Markets“, 2023.

Von Due Diligence bis Pricing - Herausforderungen bei Private Debt Secondaries

Kontakt und Autoren:

Allianz Global Investors
Bockenheimer Landstraße 42-44
60323 Frankfurt
Germany

www.allianzgi.com

Anselm Feigenbutz

Senior Portfolio Manager Private Debt
E-Mail: presse@allianzgi.com

Heiko Teßendorf

Head of BD Corporates & Family Offices
E-Mail: presse@allianzgi.com

Impressum

Jahrgang 24 – 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 Beratungsgespräches mit einem qualifizierten Anlageberater erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Dokumente/Informationen. Alle Angaben und Quellen werden sorgfältig recherchiert. Für Vollständigkeit und Richtigkeit der dargestellten Informationen kann keine Gewähr übernommen werden.

Satz & Layout

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

Real Estate Debt: Dreht die „Großwetterlage“?

Private Debt ist eine der am stärksten wachsenden Assetklassen im Segment der Alternatives. Insbesondere Real Estate Debt erfreute sich in den letzten Jahren bei den Anlegern großer Beliebtheit.

Doch seit dem Einbruch des Immobilienmarktes, welcher durch den enormen Zinsanstieg ausgelöst wurde, hat dieses Image Makel bekommen, nicht zuletzt auch durch die Insolvenzen zahlreicher Projektentwickler. Ist das der Abgang auf Real Estate Debt oder wird, wie so oft in der Vergangenheit der langfristig und/oder antizyklisch agierende Investor belohnt? Wir glauben letzteres ist der Fall.

Folgende Überlegungen veranlassen uns zu dieser Annahme:

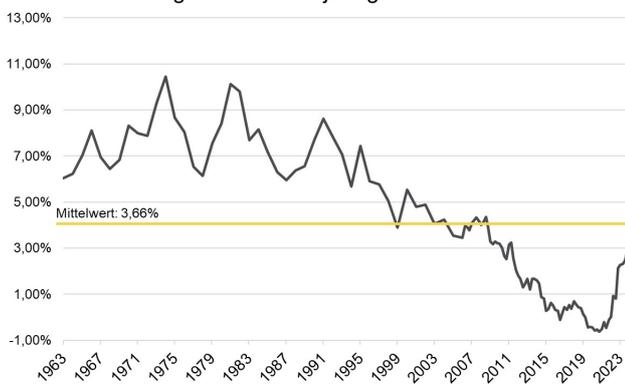
1. Die Korrektur war in Ihrer Dynamik außerordentlich stark, Anzeichen einer Bodenbildung sind jedoch spürbar

Das Transaktionsvolumen im deutschen Immobilienmarkt betrug im Jahr 2023 ca. 29,0 Mrd. Euro (-56% ggü. dem Vorjahr), dies ist der niedrigste Wert seit 2010¹. Das letzte Quartal war dabei das umsatzstärkste im Jahresvergleich². Damit scheint die Talsohle erreicht.

Der im Zuge der dynamischen Zinsentwicklung ausgelöste Renditeanstieg der Jahre 2022/23 ist der bei Weitem stärkste, der am deutschen Immobilienmarkt je gemessen wurde.

Trotz allem bewegen sich die Zinsen am langen Ende immer noch unter Ihrem langfristigen Mittel – von einer Hochzinsphase zu sprechen wäre also übertrieben. Darüber hinaus darf nicht ignoriert werden, dass die langfristigen Zinsen in den letzten drei Monaten wieder gefallen sind und inzwischen sogar knapp unterhalb des vor Jahresfrist erreichten Niveaus liegen. Dies dürfte mittelfristig auch zur Stabilisierung der Immobilienrenditen beitragen.

Abbildung 1: Rendite 10jähriger Bundesanleihen



Quelle: FRED Graph Observations, <https://fred.stlouisfed.org>

1 Savills, Market in Minutes: Investmentmarkt Deutschland, 08.01.2024

2 BNP Paribas Real Estate, Investmentmarkt Deutschland Q4 2023



Manuel Köppel
Geschäftsführer
BF.capital GmbH



Pascal Scheeff
Managing Director
Institutional Sales
BF.capital GmbH

Insbesondere trifft dies auf den Wohnimmobilienmarkt zu, wo die wieder etwas günstigere Zinsentwicklung die Nachfrage nach Wohnimmobilien stützen wird. Bei gleichzeitig geringen Fertigstellungsrate sehen wir das weitere Rückschlagpotenzial hier als überschaubar an.

Trotz wieder fallender Zinsen ist das aktuelle Zinsumfeld deutlich über dem der letzten fünf Jahre, hinzu kommen gestiegene Risikoprämien. Was aus der Investorenperspektive zu attraktiveren Darlehensbedingungen führt, erhöht gleichzeitig die Finanzierungskosten der Darlehensnehmer, was nicht ausreichend kapitalisierte Entwickler, teils aber auch Bestandshalter in Bedrängnis bringt. Dieser Prozess ist unseres Erachtens noch nicht abgeschlossen.

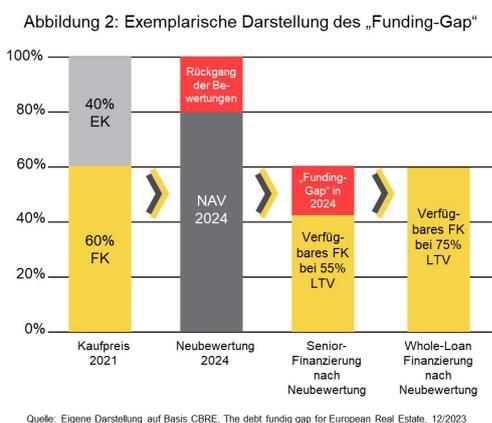
Da jedoch insbesondere bei gewerblichen Immobilien die Preisvorstellungen zwischen Käufer und Verkäufer immer noch auseinanderliegen, glauben wir nicht an eine V-förmige Korrektur, sondern eher an eine mittelfristige Bodenbildung. Dies gilt umso mehr als die Fremdkapitalkosten zuletzt zwar etwas gesunken ist, die Banken aber außergewöhnlich restriktiv in ihrer Kreditvergabe sind.

Real Estate Debt: Dreht die „Großwetterlage“?

2. Zu erwartendes Funding Gap wird die Dealpipeline für Private Credit in den nächsten Jahren wesentlich verbreitern

Die eingangs dargestellte Situation wird dazu führen, dass es einigen Investoren nicht möglich sein wird, zukünftig Ihre Darlehen, ohne die Zuführung von Eigenkapital zu prolongieren.

CBRE geht in einer Studie davon aus, dass 27,5% der Darlehen, welche zwischen 2019 und 2022 in der EU ausgereicht wurden, nicht refinanziert werden können. Dies entspricht einem Gap von rd. 176 Mrd. EUR. Deutschland ist das Land in der EU mit dem größten Refinanzierungsbedarf. Zwischen 2024 und 2027 wird hier von einem Finanzierungsgap von 77 Mrd. EUR ausgegangen³.



Private Credit Anbieter können und werden dazu beitragen diese Lücke zu schließen, zumal sich die Sicht der Banken auf die alternativen Anbieter aus unserer Sicht verschoben hat und diese mehr als Partner und Lösungsanbieter und weniger als Konkurrenz angesehen werden.

Im Ergebnis sind wir der festen Überzeugung, dass somit die Deal Pipeline für attraktive Debtinvestments nicht nur im Zuge der aktuellen Marktberichtigung, sondern auch in den nächsten Jahren vorhanden sein wird.

3. Manage-to-ESG wird zu einem Megatrend im Gebäudesektor

38 % der CO₂-Emissionen werden dem Gebäudesektor zugeschrieben. Die Bau- und Immobilienbranche ist gefordert, diese im Sinne einer nachhaltigen Zukunft zu reduzieren.

Denn 85% des Europäischen Gebäudebestandes ist vor 2000 errichtet, wovon 75% eine schlechte Energieeffizienz aufweisen⁴.

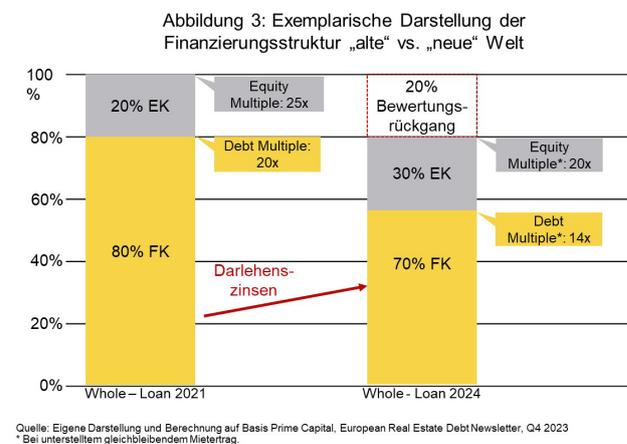
Die Finanzierung von ESG-konformen Maßnahmen und Immobilienprojekten tragen dazu bei, den langfristigen Wert der Immobilie zu erhalten oder bestenfalls sogar zu steigern und positive Effekte auf Umwelt und Gesellschaft zu erzielen.

Bereitstellung von Kapital für Build-to-Green und Manage-to-Green – Projekte kann zukünftig eine wichtige Strategie der Private Credit Branche sein, da hier enormer Kapitalbedarf sogar über das Funding Gap hinaus besteht und da diese Maßnahmen zusätzliche Resilienz ins Portfolio bringen können.

4. Das Investitionstiming ist gerade jetzt äußerst günstig

Im Zuge einer breit diversifizierten Anlagestrategie kann Real Estate Debt die Widerstandsfähigkeit des Kreditportfolios erhöhen und die Sensitivität für Marktkorrekturen abmildern.

Die bereits beschriebenen Gründe führen bei neu ausgereichten Finanzierungen zu einem signifikanten Rückgang der Finanzierungsausläufe aufgrund fallender Kaufpreiskriterien. Dies führt in Kombination mit angepassten Zinskonditionen im Neugeschäft zu einem signifikant besserem Chance-/Risikoverhältnis als vor der Krise.



3 CBRE, The debt fundig gap for European Real Estate, 12/2023

4 https://energy.ec.europa.eu/topics/energy-efficiency/energy-efficient-buildings/energy-performance-buildings-directive_en

Real Estate Debt: Dreht die „Großwetterlage“?

Das Timing für den Einstieg in die Assetklasse halten wir somit für günstig und sehen darüber hinaus insbesondere eine Rückbesinnung auf die längerfristigen Gründe, die für Private Debt sprechen. Denn ganz grundsätzlich bietet Private Debt das Potenzial die Portfolioeffizienz signifikant zu verbessern.

Die Illiquiditäts-/Komplexitätsprämie äußert sich in attraktiven Renditen und das komplementäre Risikoprofil gegenüber Anleihen kann dazu beitragen, die Diversifizierungsvorteile zu steigern.

Die Vorteile einer Investition in Real Estate Debt lassen sich abschließend anhand der folgenden Attribute zusammenfassen:

1. Günstiges „Markettiming“
2. Illiquiditätsprämie sorgt für Renditevorteile
3. Equitypolster absorbiert/reduziert das Downsiderisiko
4. Sachwertsicherheiten zur Absicherung gegen Inflation,
5. Stabile Rendite, größtenteils aus Zinserträgen

Kontakt und Autoren:

BF.capital GmbH
Friedrichstr. 23a
70174 Stuttgart

www.bf-capital.de

Manuel Köppel

Geschäftsführer

Telefon: +49 711 22 55 44 136

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

Pascal Scheeff

Managing Director Institutional Sales

Telefon: +49 711 22 55 44 134

E-Mail: p.scheeff@bf-direkt.de

Wachstumsmarkt Private Debt: Investoren und Kreditnehmer könnten profitieren

Marketinginformation. Kapitalanlagerisiko

„Private Debt“¹ dürfte auf Grund der Vorteile für Kreditgeber und -nehmer weiter an Bedeutung gewinnen – mit neuen Finanzierungsmöglichkeiten und Partnerschaften. Die enge Beziehung von Schuldern und Kreditgebern trägt dazu bei, dass der erwartete Anstieg der Verlustraten in Folge der gestiegenen Zinsen bei privaten Finanzierungen geringer ausfallen dürfte als bei öffentlichen Anleihen.

Für die öffentlichen und die privaten Fremdkapitalmärkte sind Höhe und Entwicklung der kurz- und langfristigen Zinsen mit entscheidend – und dieses Zinsumfeld hat sich in den vergangenen Jahren grundlegend geändert. Das betrifft nicht nur die deutlich gestiegenen Leitzinsen, vielmehr sprechen aus unserer Sicht wichtige Argumente für strukturell höhere Zinsen am langen Ende. Etwa die hohen Staatsdefizite und das damit einhergehende Angebot an Anleihen: So stieg das US-Haushaltsdefizit 2023 auf 6,3 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP), die staatliche Gesamtverschuldung erreichte 98 Prozent des BIP (Quelle: Global Credit Outlook, BlackRock, Dezember 2023). Ohne wesentliche Änderungen der Steuer- und Ausgabenpolitik dürfte das Defizit laut Budgetschätzungen langfristig weiter ansteigen. Zugleich haben die Verkürzung der Bilanz der US-Notenbank Fed infolge der quantitativen Straffung sowie die strengeren Anforderungen an die Bilanzen der Geschäftsbanken die Nachfrage nach US-Treasuries gedämpft. Auch diese Faktoren tragen zu tendenziell höheren Kapitalmarktzinsen bei. Die USA stehen in puncto Verschuldung nicht allein da: Haushaltssorgen sind in vielen Industriestaaten wie Großbritannien, Italien und auch in Deutschland ein großes Thema.

Private Debt: Potenzial für weiteres Wachstum

Dieses Zinsumfeld hat Auswirkungen auf die Anlageklasse Private Debt: Private Finanzierungen haben in den vergangenen Jahren ihren Status als große und skalierbare Anlageklasse mit einem verwalteten Vermögen von weltweit 1,6 Billionen US-Dollar (Stand: März 2023) für ein breites Spektrum langfristiger Investoren gefestigt. Im Vergleich zum gesamten Universum alternativer Anlagen entfallen aber nur zwölf Prozent auf Private Debt. Wir sind der Meinung, dass der globale Private-Debt-Markt sich bis Ende 2028 mehr als verdoppeln und ein Volumen von 3,5 Billionen US-Dollar erreichen könnte (Quelle: Global Credit Outlook, BlackRock, Dezember 2023).



Rizwan Khan

Leiter Private Credit Sales,
Deutschland, Österreich und
Schweiz, BlackRock



Harald Klug

Leiter inst. Geschäft,
Deutschland, Österreich und
Osteuropa, BlackRock

Dabei wirken mehrere Triebkräfte. So bevorzugen Kreditnehmer maßgeschneiderte Finanzierungslösungen und schätzen die Flexibilität einer langfristigen Beziehung zwischen Kreditnehmer und Kreditgeber. Auf der anderen Seite wünschen sich Anleger Diversifizierung ihrer Portfolioallokation. Auch die Trends an den öffentlichen Rentenmärkten begünstigen Private Debt, denn die Anleihenmärkte durchlaufen einen strukturellen Wandel und bedienen vor allem größere Kreditnehmer. Die meisten mittelständischen Unternehmen fallen mit ihren Finanzierungsvolumina durchs Raster. Für sie kann Private Debt eine Lösung sein. Nicht zuletzt verschärfen Banken ihre Kreditvergabestandards, und auch deshalb erwarten wir, dass immer mehr Kreditnehmer auf den Private-Debt-Markt drängen werden.

Im Kontext des globalen Finanzsystems sind selbst 3,5 Billionen US-Dollar eine relativ geringe Größe. Zum Vergleich: Allein in den Büchern von US-Banken stehen nach Zahlen per Ende November 2023 rund 12,2 Billionen US-Dollar an Krediten – europäische Banken haben sogar 19,9 Billionen Euro vergeben. Bescheiden ist unsere Prognose auch im Verhältnis zur aktuellen Größe der öffentlichen Anleihenmärkte: Der Bloomberg Global Corporate Index für Investment-Grade-Anleihen umfasste ebenfalls zu November 2023 Anleihen im Marktwert von 12,6 Billionen US-Dollar. Und an den Aktienmärkten betrug die Marktkapitalisierung des S&P 500 zu der Zeit rund 38,2 Billionen US-Dollar (Quelle: Global Credit Outlook, BlackRock, Dezember 2023).

¹ Private Debt ist eine alternative Form der Kreditfinanzierung von Unternehmen in den Private Markets. Statt klassisch von einer Bank bekommt ein Unternehmen das Darlehen von einer Fondsgesellschaft, Versicherung, Pensionskasse oder einem Family Office.

Wachstumsmarkt Private Debt: Investoren und Kreditnehmer könnten profitieren

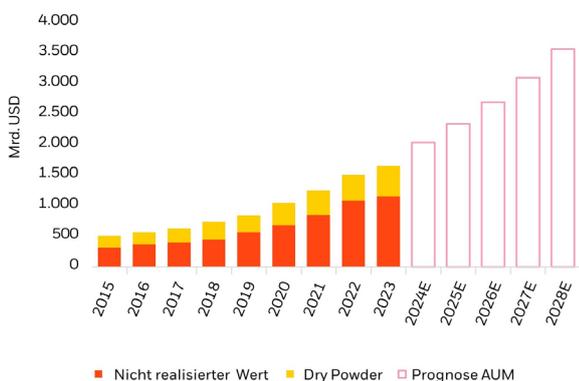
Investoren: Gute Gründe für eine Allokation

Bereits mit Blick auf dieses Jahr erwarten wir, dass die Anleger ihre Private-Debt-Allokationen weiter erhöhen. Zum gleichen Ergebnis kam Mitte des vergangenen Jahres auch eine Umfrage des Datenanbieters Preqin. Knapp ein Drittel, insgesamt 28 Prozent, der Teilnehmer – darunter private und institutionelle Investoren – hielten eine Allokation in Private Debt. Wir glauben, dass dieser Anteil steigen dürfte. Denn 45 Prozent der Befragten gaben an, sie wollten in den nächsten zwölf Monaten mehr Kapital in Private-Debt-Strategien anlegen, weitere 45 Prozent wollten ihr Engagement konstant halten und nur zehn Prozent planten ihre Allokation zu senken. Die durchschnittliche Zielallokation liegt gemäß Schätzungen von Preqin bei 6,4 Prozent des Gesamtportfolios. Als Gründe für ihre Anlage nannten die Befragten den Wunsch nach zuverlässigen Ausschüttungen (61 Prozent), Diversifizierung (49 Prozent), hohe risikoadjustierte Renditen (44 Prozent), geringere Volatilität des Portfolios (33 Prozent) und geringe Korrelation zu anderen Anlageklassen (27 Prozent) (Quelle: Global Credit Outlook, BlackRock, Dezember 2023).

Die Preqin-Umfrage deutet darauf hin, dass Investoren an einer Reihe von Strategien Interesse zeigten – insbesondere an Direct Lending und notleidenden Krediten. Das tatsächliche, langfristige Wachstum der einzelnen Strategien hängt unserer Ansicht nach stark vom globalen makroökonomischen Hintergrund ab. Ein drastischer Konjunkturrückgang etwa könnte die Chancen bei Investitionen in bestimmte Strategien, etwa notleidende Kredite, verbessern.

Wir prognostizieren weiteres Wachstum

Globales in Private Debt verwaltetes Vermögen (in Mrd. USD)



Quelle: BlackRock, Preqin. Historische (tatsächliche) Daten von Preqin, jeweils zum Ende des Kalenderjahres, bis 31. März 2023. 2024E bis 2028E sind Schätzungen von BlackRock.

Trends: Neue Partnerschaften und Finanzierungen

Mit Blick auf das Jahr 2024 sehen wir zwei wichtige Themen bei Private Debt: Zum einen die erwartete Normalisierung der Verlustraten, zum anderen das Aufkommen neuer Finanzierungsmöglichkeiten. Wir glauben, dass sich der Trend der vergangenen Quartale fortsetzt und die Verlustraten in diesem Jahr moderat um 50 bis 100 Basispunkte steigen, sowohl an den öffentlichen als auch an den privaten Kreditmärkten. Grund sind in erster Linie die höheren Kapitalkosten, die unserer Einschätzung nach anhalten werden. Zudem gehen wir davon aus, dass die Verlustraten in einigen Strategien – etwa beim vorrangig besicherten Direct Lending – wie auch in ähnlichen Situationen der Vergangenheit niedriger bleiben als bei öffentlich gehandelten Anleihen.

Das Marktwachstum dürfte auch mit neuen Finanzierungsmöglichkeiten einhergehen. Dabei könnten sich mehr Überschneidungen zwischen den Private-Debt- und den Konsortialkreditmärkten ergeben. Wir gehen davon aus, dass Private Debt auch bei nicht gesponserten Transaktionen, bei Going-Private-Refinanzierungen sowie bei größeren Lending-Deals eine Rolle spielen wird. Spielraum besteht auch für neue Partnerschaften. So haben mehrere globale Banken den Aufbau formeller Beziehungen zu Kreditgebern außerhalb der Bankenwelt angekündigt, um ihren Kunden ein breites Spektrum an Möglichkeiten für ihren Finanzierungsbedarf zu eröffnen. Und schließlich erwarten wir ein Wachstum bei Debt-Strategien wie Collateralized Loan Obligations (CLOs) und Private Debt Secondaries.

Strategie: Fokus auf zinsresistente Firmen

Ähnlich wie bei variabel verzinsten Anleihen hat der rasche Zinsanstieg seit Anfang 2022 auch Schuldner an den Privatmärkten Gegenwind gebracht. Das zeigt etwa der Lincoln International Senior Debt Index (LSDI), der Daten von mehr als 4.500 privaten US-Portfoliounternehmen umfasst. Die gestiegenen Zinsen schlagen sich dabei deutlich nieder in der gesunkenen Deckung von Zins- und Fixkosten. Da der Zinsgipfel in den USA, im Euroraum und in Großbritannien hinter uns liegen dürfte, dürfte die Kostenbelastung bei variabel verzinsten Anleihen nicht mehr wesentlich zunehmen. Allerdings erwarten wir auch keine Erleichterung in Form von Zinssenkungen im ersten Halbjahr 2024. Umso wichtiger ist die Selektion mit Schwerpunkt auf Unternehmen, die höhere Fremdkapitalkosten bewältigen und teilweise kompensieren können (Quelle: Global Credit Outlook, BlackRock, Dezember 2023).

Wachstumsmarkt Private Debt: Investoren und Kreditnehmer könnten profitieren

Fundamentaldaten: Auf den Jahrgang kommt es an

Zugleich unterscheiden sich die verschiedenen Jahrgänge (Vintage) deutlich – und dieser Trend dürfte sich im laufenden Jahr verstärken. So lag der durchschnittliche Deckungsgrad der Fixkosten bei Transaktionen, die im vierten Quartal 2021 und damit vor Beginn des Zinserhöhungszyklus der Fed abgeschlossen wurden, deutlich niedriger als etwa bei Transaktionen in den ersten neun Monaten des Jahres 2023 (Quelle: Global Credit Outlook, BlackRock, Dezember 2023).

Unternehmen und Sponsoren haben sich offenkundig auf die höheren Kosten für den Schuldendienst eingestellt. So gingen die Investitionsausgaben der im LSDI enthaltenen Firmen seit Anfang 2023 um sechs Prozent zurück, während das EBITDA um 1,4 Prozent gestiegen ist. Auch der Fair Value der privaten Darlehen stieg auf Grund der fundamentalen Performance und der leicht verengten Credit-Spreads allein im dritten Quartal 2023 um 0,9 Prozentpunkte (Quelle: Global Credit Outlook, BlackRock, Dezember 2023). Wir gehen davon aus, dass die Kosten des Schuldendienstes auch in diesem Jahr ein zentrales Thema bleiben, insbesondere bei Transaktionen, die noch in einem günstigeren Zinsumfeld abgeschlossen wurden. Damit spielt es eine größere Rolle, ob ein Unternehmen in der Lage ist, kapitaleffizientes Wachstum zu generieren, was in der Zeit extrem niedriger Zinssätze weniger im Fokus stand.

Covenants: Proaktives Vorgehen dank enger Beziehung

Trotz höherer Kapitalkosten und steigendem Druck für Kreditnehmer ging die Ausfallrate zuletzt zurück. Dieses unerwartete Ergebnis führen wir auf die langjährigen Beziehungen zwischen Kreditnehmern und den spezialisierten Kreditgebern auf dem Private-Debt-Markt zurück. Hier können finanzielle Engpässe über Anpassungen der Covenants teilweise proaktiver und effizienter angegangen werden als im öffentlichen Sektor, wo in der Regel viel mehr Kreditgeber beteiligt sind. Die meisten Anpassungen erfolgten bei Transaktionen, die in Zeiten geringerer Zinsen im Jahr 2021 oder früher abgeschlossen wurden.

Finanzierungen: Wachstumspotenzial auch außerhalb der USA

Regional entfallen derzeit etwa zwei Drittel des in Private Debt verwalteten Vermögens auf Nordamerika. Wir sehen deutliches Potenzial für Private Debt in Regionen wie Europa und vor allem im asiatisch-pazifischen Raum (APAC), wo Unternehmen noch viel stärker auf Banken angewiesen sind. Diese Möglichkeiten zu regionaler Diversifizierung könnte für Anleger, die bereits in erheblichem Umfang in Nordamerika engagiert sind, besonders attraktiv sein. Angesichts des langfristigen Charakters von Private-Debt-Anlagen müssen jedoch die regional unterschiedlichen wirtschaftlichen, devisenbezogenen, rechtlichen und geopolitischen Bedingungen immer auch im Blick behalten werden.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Anlageklasse Private Debt mit ihrer Dynamik und ihren spezifischen Eigenschaften das Potenzial hat, eine zunehmend wichtige Rolle in den Portfolios institutioneller Investoren einzunehmen.

Wachstumsmarkt Private Debt: Investoren und Kreditnehmer könnten profitieren

Kontakt und Autoren:

BlackRock

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

Harald Klug

Leiter institutionelles Geschäft,

Deutschland, Österreich und Osteuropa, BlackRock

E-Mail: harald.klug@blackrock.com

Rizwan Khan

Leiter Private Credit Sales,

Deutschland, Österreich und Schweiz, BlackRock

Telefon: +49 (69) 505003148

E-Mail: rizwan.khan@blackrock.com

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. Die Höhe und Grundlage der Besteuerung kann sich von Zeit zu Zeit ändern und hängt von den persönlichen Umständen ab.

Rechtliche Informationen

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

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

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

© 2024 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.

Direct Lending: Der Markt wird anspruchsvoller – und interessanter

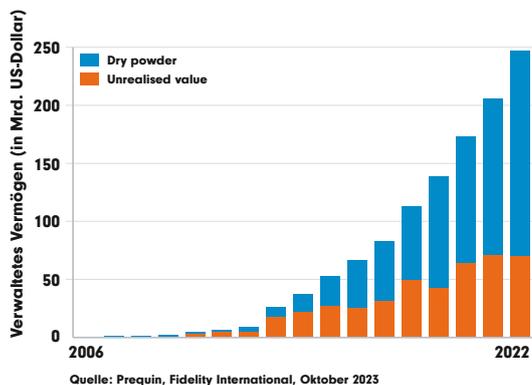
Seit der Jahrtausendwende ist der Direct-Lending-Markt dynamisch gewachsen und hat verschiedene Entwicklungsphasen durchlaufen. Jetzt stehen wir an der Schwelle zu einer neuen Ära, in der der Markt reifer und gleichzeitig komplexer wird. Gerade in solchen Phasen können sich gute Manager profilieren.

Der Direct-Lending-Markt steht vor einer herausfordernden Phase. Nach Jahren überschwänglichen Wachstums werden die Rahmenbedingungen für dieses Private-Market-Segment schwieriger. Sich abzeichnende höhere Ausfallraten, Probleme bei einigen bestehenden Portfolios und die zunehmende Konsolidierung unter den Managern sind einige Aspekte, die institutionelle Investoren im Blick behalten sollten.

Doch zunächst eine kurze Rückblende: Nach dem Platzen der Dot-Com-Blase zu Beginn des neuen Jahrtausends begann sich der Direct-Lending-Markt zunächst schnell zu entwickeln. Banken, die den Kreditmarkt traditionell dominierten, zogen sich partiell aus diesem Geschäftssegment zurück und ebneten Direct-Lending-Managern den Eintritt in den Markt. In dieser ersten Phase bis zum Beginn der globalen Finanzkrise 2008 wurde vor allem in den USA eine erste Welle von Direct-Lending-Fonds emittiert.

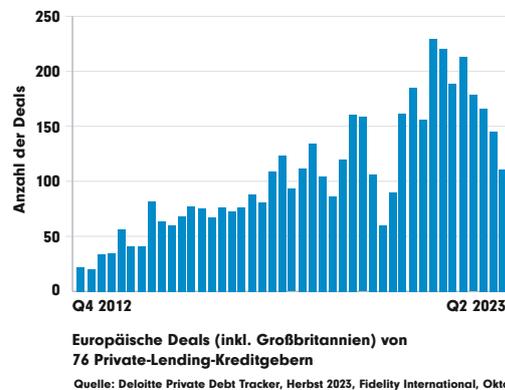
Die zweite Evolutionsphase war vor allem durch das neue Risikobewusstsein nach der Finanzkrise geprägt. Banken, die nun in einem enger werdenden Regulationskorsett agieren mussten, zogen sich weiter aus dem Kreditgeschäft zurück, wovon Direct-Lending-Manager profitierten. Zu dieser Zeit kam der Markt für geschlossene Fonds richtig in Schwung und es begann eine lange Wachstumsphase – insbesondere in Europa, wo 2009-2010 erste Emittenten ins Fund-Raising einstiegen. Die verwalteten Assets und die Deals entwickelten sich in dieser Phase dynamisch.

Entwicklung des europäischen verwalteten Vermögens im Direct Lending



Marc Preiser
Portfolio Manager Direct Lending,
Fidelity International

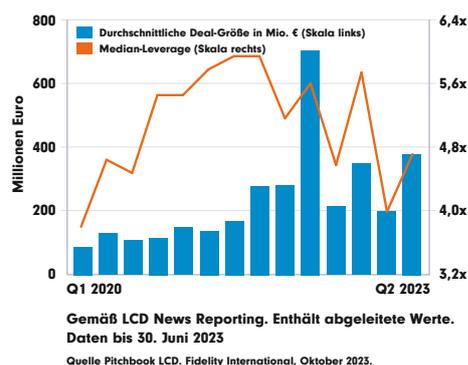
Anzahl der in Europa abgeschlossenen Direct-Lending-Deals



Dynamische Expansion mit Wachstumsschmerzen

Diese zweite Expansionswelle war zwar spannend, verlief aber nicht ohne Wachstumsschmerzen. Das Anlagevolumen überschwemmte förmlich den Markt und heizte den Wettbewerb an. Je mehr wir uns dem Ende dieser zweiten Welle näherten, desto größer wurden die Deals. Obwohl die Renditen im Allgemeinen auf einem hohen Niveau blieben, haben sich einige Bedingungen für Investoren eingetrübt. So haben sich zum Beispiel die in den meisten Darlehensverträgen enthaltenen Debt/EBITDA-Klauseln verschlechtert.

Durchschnittliche Deal-Größe und Median-Leverage



Direct Lending: Der Markt wird anspruchsvoller – und interessanter

Die nächste Generation

Warum also könnte diese nächste Entwicklungsphase des Direct-Lending-Marktes komplexer, aber auch interessanter sein? Ein relevanter Aspekt ist, dass eine wachsende Anzahl von Kreditnehmern unter Druck und mit bestehenden Krediten in Verzug geraten sind, die in allzu optimistischen Phasen vergeben wurden. Waren die Ausfallraten in den letzten Jahren niedrig und die Verwertungsraten hoch, setzen heute höhere Zinsen und die sich abschwächende Konjunktur einigen Kreditnehmern zu. Viele Fazilitäten wurden auf dem Höhepunkt des Marktwachstums bepreist. Kreditnehmer mit hohen Verschuldungsgraden und teuren Krediten sehen sich nun mit drastisch höheren Zinskosten konfrontiert. Unternehmen, die keinen starken Cash-Flow haben oder übermäßig verschuldet sind, kann das an den Rand des Abgrunds treiben.

Steigende Ausfälle und in der Folge höhere Verlustraten bei bestehenden Fonds werden auch einige Direct-Lending-Manager unter Druck setzen. Dies gilt vor allem für Akteure, die in Boom-Zeiten nach der Finanzkrise auch ohne straffe Kreditprüfung erfolgreich waren. Doch diese Zeiten gehen nun zu Ende – vor allem, wenn sich höhere Zinssätze und Finanzierungskosten von variabel verzinsten Direct Loans auf das Ergebnis der Kreditnehmer auswirken. Die nächste Ära des Direct-Lending-Marktes wird also eine striktere Analyse und einen exakteren Ansatz bei der Kreditvergabe sowie bei Investitionen insgesamt erforderlich machen.

Chance zur Profilierung

Natürlich sind das nicht nur schlechte Nachrichten. Wenn die steigende Flut alle Boote anhebt, können sich umgekehrt stärkere Strategien in einem schwierigen Umfeld profilieren. Da sich der Markt weiter ausdifferenziert, ist eine Fondskonsolidierung in ganz Europa zu erwarten, bei der stärkere Manager einige Positionen ihrer schwächeren Konkurrenten aufkaufen.

Das heißt aber nicht, dass der Markt schrumpfen wird. Im Gegenteil: Der europäische Direct-Lending-Markt sollte sogar weiterwachsen. Liegt der Investitionsschwerpunkt derzeit vor allem auf dem Gesundheits- sowie dem Finanz- und Dienstleistungssektor, also auf Geschäftsmodellen, die im Allgemeinen starke Cash-Flows generieren, sollte sich der Branchen-Fokus wieder ausweiten, sobald weitere Kreditnehmer wieder auf den Markt gelangen.

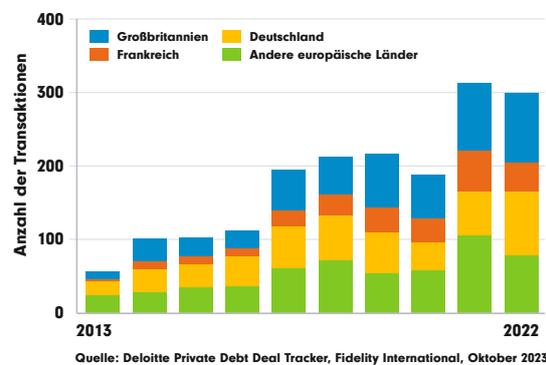
Auch wenn das Direct Lending in Ländern wie Deutschland, Frankreich und Großbritannien inzwischen breitere Akzeptanz genießt, gibt es noch Wachstumspotenzial – beispielsweise in den Niederlanden und in anderen europäischen Ländern. Über Europa und die USA hinaus könnte die nächste Phase des Direct Lending auch in Asien

stattfinden, wo die Granularität der Kreditvergabe in den verschiedenen Ländern das Wachstum bisher behindert hat.

Institutionelle Anleger sind heute oft erfahren

Eine der wichtigsten Veränderungen beim Direct Lending seit der globalen Finanzkrise ist, dass die institutionellen Investoren inzwischen Know-how in der Anlageklasse aufgebaut haben. Auch, wenn Direct Lending nicht wirklich neu ist, haben viele Investoren – vor allem in Europa – erst in jüngster Zeit entsprechende Kapazitäten aufgebaut.

Anzahl von Direct-Lending-LBO-Finanzierungen



Vor allem Sponsoren sind inzwischen mit Direct Lending vertraut. In der Folge ist der Anteil der über LBOs finanzierten Übernahmen in den letzten Jahren explodiert. In dieser Wachstumsphase hat die direkte Kreditvergabe bei Private-Equity-Transaktionen inzwischen den größten Anteil an der Gesamtfinanzierung.

Gleiches gilt für Anleger, die als Limited Partner investieren. Die Attraktivität der durchweg stabilen Cash-Renditen, geringe Volatilitäten sowie niedrige Ausfallraten machen es für eine anspruchsvolle Investorenbasis immer attraktiver, in diesen Markt zu investieren. Dazu zählen beispielsweise europäische Pensionsfonds sowie Versicherer. Bei den Letztgenannten spielen nicht nur die solide Rendite, sondern auch die Berücksichtigung von Solvency-II-Verpflichtungen eine wichtige Rolle.

Ausblick

Wenn der Investorenkreis noch breiter wird und sich größere Kapitalpools engagieren, kann dies den Markt weiter verändern. So ist es nicht ausgeschlossen, dass Aufsichtsbehörden einen genaueren Blick auf die Anlageklassen werfen, wenn diese zu einem festen Bestandteil im Markt für Unternehmensfinanzierungen werden. Zudem können höhere Transparenzanforderungen seitens der Investoren die Manager dazu veranlassen, ihr Reporting auszuweiten.

Direct Lending: Der Markt wird anspruchsvoller – und interessanter

Mehr Investoren im Direct-Lending-Markt bedeuten wahrscheinlich auch mehr Liquidität. So findet in Europa bereits in geringem Umfang ein Handel mit Secondary-LP-Anteilen statt. Entwickelt sich dieser Trend weiter, könnte ein liquider Markt entstehen, bei dem die Assets nicht wie bisher zu historischen Kosten, sondern zu Marktpreisen bewertet werden.

Einige dieser Vorhersagen mögen spekulativ sein. Wenn sie sich bewahrheiten, würden sie diese Anlageklasse in den nächsten Jahren revolutionieren. Ich habe diese Anlageklasse in den letzten dreißig Jahren wachsen und sich professionalisieren gesehen, von den Anfängen bis zur Schwelle zum Mainstream. Der Direct-Lending-Markt wird grundsätzlich reifer und seine Investoren anspruchsvoller. Sowohl Manager als auch Investoren sollten sich über die damit verbundenen Herausforderungen im Klaren sein.

Risikohinweise

Investments in Private Markets Anlagen sind, spekulativ, risikobehaftet und hoch illiquide und deshalb ungeeignet für Investoren, die ihre Anlage nicht langfristig (mindestens 10 Jahre) halten können.

Der Wert von Anlagen und der daraus erzielte Ertrag kann fallen oder steigen, sodass Sie möglicherweise einen geringeren Betrag als den Anlagebetrag zurück erhalten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Richtwert für zukünftige Erträge.

Investments in Private Assets können in private oder weniger liquide Vermögenswerte investieren. Diese können schwer zu veräußern sein, und es kann sein, dass die Anleger nicht in der Lage sind, ihre Anlagen zum gewünschten Zeitpunkt zurückzugeben.

Private Debt Anlagen unterliegen dem Kreditrisiko, d.h. der Möglichkeit, dass Kreditnehmer mit ihren Zinszahlungen oder der Rückzahlung des Kapitals in Verzug geraten. Handelt es sich bei den Kreditnehmern um kleine oder mittlere Unternehmen, ist dieses Risiko höher. Zwar sind die Kredite in der Regel besichert, doch gibt es keine Garantie dafür, dass der Kredit Vorrang vor allen anderen Schulden hat, wenn er anderen Gläubigern nachgeordnet ist, oder dass die Sicherheiten dem Wert des Kredits entsprechen, wenn dieser liquidiert werden muss. Die Liquidität ist bei den verschiedenen Strategien unterschiedlich. Während es beispielsweise für breit angelegte Konsortialkredite einen aktiven Sekundärmarkt gibt, ist dieser für Direct Loans nicht so aktiv oder entwickelt.

Direct Lending Anlagen sollten als langfristige, mehrjährige Investitionen betrachtet werden, bei denen die Anleger:innen nur begrenzt die Möglichkeit haben, ihre Investition vorzeitig zurückzugeben. Wenn die Strategien ein gewisses Maß an Leverage beinhalten, kann dies die Rendite erhöhen, aber möglicherweise auch das Gesamtrisiko und die Volatilität des Nettoinventarwerts steigern.

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

Wichtige Informationen

Dies ist eine Marketing-Fachinformation und daher nur für professionelle Anleger und nicht für Privatanleger geeignet. Vervielfältigung und Verbreitung dieser Informationen sind nur mit vorheriger Genehmigung erlaubt. Fidelity veröffentlicht ausschließlich produktbezogene Informationen und gibt keine an den persönlichen Verhältnissen des Kunden ausgerichtete Anlageempfehlungen, außer wenn dies von einer entsprechend ermächtigten Firma in einer formellen Mitteilung mit dem Kunden verlangt wird. Die Unternehmensgruppe Fidelity International bildet eine weltweit aktive Organisation für Anlageverwaltung, die in bestimmten Ländern außerhalb Nordamerikas Informationen über Produkte und Dienstleistungen bereitstellt. Diese Kommunikation richtet sich nicht an Personen innerhalb der Vereinigten Staaten von Amerika und darf nicht von ihnen als Handlungsgrundlage verwendet werden. Diese Kommunikation ist ausschließlich an Personen gerichtet, die in Jurisdiktionen ansässig sind, in denen die betreffenden Fonds zum öffentlichen Vertrieb zugelassen sind oder in denen eine solche Zulassung nicht verlangt ist. Es liegt in Ihrer Verantwortung, sich zu vergewissern, dass jede Dienstleistung, jedes Wertpapier, jede Anlage, jeder Fonds oder jedes Produkt in Ihrem Land verfügbar ist, bevor Sie sich an Fidelity International wenden. Alle angegebenen Produkte und Dienstleistungen sowie alle geäußerten Meinungen sind, falls keine anderen Quellen genannt werden, die von Fidelity International, Fidelity, Fidelity International, das Logo Fidelity International und das Symbol F sind eingetragene Warenzeichen von FIL Limited. Herausgeber für institutionelle Anleger in Deutschland: FIL (Luxembourg) S.A., 2a, rue Albert Borschette BP 2174 L-1021 Luxembourg. Zweigniederlassung Deutschland: FIL (Luxembourg) S.A. - Germany Branch, Kastanienhöhe 1, 61476 Kronberg im Taunus. Anleger/interessierte Anleger können sich unter folgendem Link über ihre jeweiligen Rechte bei Beschwerden und Rechtsstreitigkeiten informieren - in Englisch: Complaints handling policy (fidelity.lu) und in Deutsch: Beschwerdemanagement (fidelity.de). Die obigen Informationen beinhalten die Offenlegungspflichten der Fondsmanagement-Gesellschaft gemäß der Verordnung (EU) 2019/1156. Stand, sofern nicht anders angegeben: Dezember 2023. MK16173

Private Credit – Der richtige Due-Diligence-Ansatz ist entscheidend für erfolgreiche Co-Investments

Die Zinswende hat viele Marktteilnehmer auf dem falschen Fuß erwischt. Während die wirtschaftliche Unsicherheit auf erhöhtem Niveau verharrt und das abrupt veränderte Zinsniveau Finanzierungen erschwert, ist eine umfassende und detaillierte Due Diligence heute noch wichtiger als vor der Zinswende. Die Autoren zeigen auf, welche handfesten Gründe es gibt, bei Co-Investments eine eigene, komplett unabhängige zweite Due-Diligence vorzunehmen, und welche Vorteile sich für Investoren daraus ergeben.

Während sich auf Makro-Ebene eine erste Entspannung abzeichnet, kann davon auf der Mikro-Ebene noch nicht die Rede sein. Bei der Zinsentwicklung erwarten Strategen für 2024 eine Seitwärtsbewegung, verbunden mit der Erwartung niedrigerer Zinsen ab der zweiten Jahreshälfte. Auf Unternehmensebene hingegen sind die Folgen der Zinswende alles andere als verdaulich. Seit Mitte 2023 sind nach Angaben des Statistischen Bundesamts bei den Regelinsolvenzen durchgängig zweistellige Zuwachsraten im Vorjahresvergleich zu beobachten. Im Zeitraum von Januar bis September 2023 ist die Zahl der Unternehmensinsolvenzen um 24,7 Prozent gestiegen, die Forderungen der Gläubiger bezifferten die Amtsgerichte auf rund 21,1 Milliarden Euro. Zu beachten ist, dass davon insbesondere Unternehmen aus den Sektoren Bauwirtschaft und Einzelhandel betroffen waren – Branchen, die für Co-Investments aufgrund der Due-Diligence-Anforderungen seit jeher keine Rolle spielen.

Zurückhaltung der Banken

Die Folge ist, dass Banken bei der Kreditvergabe an Unternehmen noch selektiver und zurückhaltender werden. Im jüngsten Quartalsbericht der Europäischen Bankenaufsicht EBA verzeichnete die Behörde eine EU-weite Verschärfung der Kreditvergaberichtlinien in Verbindung mit einem verhaltenen Kreditwachstum. Die Kreditinstitute stehen unter dem zunehmenden Druck der Aufsicht, ihre Eigenkapitaldecke zu stärken. Gleichzeitig tragen sie schwer an den immer noch relativ hohen Volumina problembehafteter Kredite in ihren Bilanzen. Die Institute konzentrieren ihr Kreditgeschäft daher auf die größten Konzerne unter ihren Firmenkunden und vergeben immer weniger Kredite an mittelständische Unternehmen. Sie haben ihre Kapazitäten in der Kreditanalyse und -vergabe bereits gedrosselt. Damit gehen auch gewachsene Kundenbeziehungen und regionale Nähe verloren. Die Banken verlieren dadurch die wertvolle Kompetenz, die Zukunftsfähigkeit einzelner Unternehmen einzuschätzen, und lehnen häufiger die Finanzierung auch solcher Geschäftsmodelle ab, die bei näherer Betrachtung sehr aussichtsreich wären. Da häufig auch die Kapazitäten für die Betreuung ihrer größten und besten Schuldner rückläufig sind, sehen wir, dass nicht nur kleinere mittelständische Firmen, sondern zunehmend auch größere Konzerne private Finanzierungen nachfragen. Die Rede ist von Konzernen



Jakob Schramm
Head of Private Credit
Golding Capital Partners



Florian Hofer
Director Private Credit,
Golding Capital Partners

mit einem EBITDA von 100 Millionen Euro und mehr, die sich bis vor Kurzem problemlos über den liquiden Markt finanziert hätten. Auf der Suche nach Alternativen in der Unternehmensfinanzierung haben mittlerweile viele CFOs erkannt, dass private Kreditgeber eine ernst zu nehmende Alternative darstellen. Hinzu kommt, dass Private-Debt-Fonds obendrein häufig in der Lage sind, passgenauere Lösungen anzubieten als Banken. Das kommt gerade schnell wachsenden Unternehmen zugute, die sehr spezifische Bedürfnisse haben, zum Beispiel was Tilgungspläne betrifft. Während die Banken hierbei oft das Augenmerk auf harte Assets legen, die sich im Insolvenzfall verwerten lassen, steht für die Fonds die Zukunftsfähigkeit des Geschäftsmodells im Fokus.

Während also die wirtschaftliche Unsicherheit auf erhöhtem Niveau verharrt und das abrupt veränderte Zinsniveau Finanzierungen, Brücken- und Refinanzierungen erschwert, ist eine umfassende und detaillierte Due Diligence heute noch wichtiger als vor der Zinswende. Und anders als während der Corona-Pandemie, wo das Augenmerk bereits verstärkt auf Geschäftsmodellen mit geringer Korrelation zum privaten Konsum lag, wird heute die Frage nach der Kapitaldienstfähigkeit noch höher gewichtet. Im Kern geht es dabei um die Frage: Können sich die Unternehmen die Zinsen auch in Zukunft noch leisten?

Private Credit – Der richtige Due-Diligence-Ansatz ist entscheidend für erfolgreiche Co-Investments

Das Wie macht den Unterschied bei der Due-Diligence

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

Zum Verständnis sei das Prinzip von Co-Investments, bei denen Private-Debt-Fonds (als sogenannte General Partner) die Investoren in ihren jeweiligen Fonds (sogenannte Limited Partner) die Möglichkeit geben, zusätzlich zur Fondsinvestition sich an spezifischen Transaktionen direkt zu beteiligen, an dieser Stelle kurz erläutert. Vor dem Hintergrund steigender Transaktionsgrößen erlauben Co-Investments dem General Partner, eine zu hohe Konzentration in seinem Portfolio zu vermeiden oder versetzen ihn überhaupt erst in die Lage, das notwendige Kapital für bestimmte Private-Debt-Transaktionen aufzubringen, die immer häufiger Volumina von mehreren hundert Millionen Euro erreichen.

Worin sich Co-Investoren in der Praxis bei ihren Engagements aber wesentlich voneinander unterscheiden, ist ihr Due-Diligence-Ansatz. Viele Co-Investoren begnügen sich mit dem Einblick in die Due Diligence des Hauptinvestors. Sie nehmen keine eigene Due Diligence vor. Dabei ist nach unserer Einschätzung gerade der richtige Due-Diligence-Ansatz langfristig entscheidend für erfolgreiche Co-Investments. Nimmt ein Co-Investor eine eigene, komplette, unabhängige zweite Due-Diligence-Prüfung vor, bringt das eine Reihe von Vorteilen mit sich. Das Vorgehen hat handfeste Gründe und macht sich – wie die Praxis zeigt – für Investoren bezahlt. Der zweite Aspekt, in dem sich das Engagement von Co-Investoren stark unterscheidet, liegt in der Auswahlmöglichkeit an sich: Nicht alle Co-Investoren verfügen über das gewachsene und breite Netzwerk zu den Fonds, mit denen sehr enge Beziehungen bestehen. Dieses Netzwerk aber ist Voraussetzung dafür, Investmentchancen in großer Zahl zu prüfen und mit hoher Selektivität auszuwählen.

Unterschiedliche Anreize

Ein Private-Debt-Fonds-Manager hat unter Umständen andere Anreize, die nicht zu einhundert Prozent kongruent mit den Interessen seiner Investoren sind. Schwierigkeiten können beim Sourcing von Debt-Deals entstehen, da der Debt-Fonds-Manager die Pipeline füllen muss, aber möglicherweise nicht über ausreichend gute Sourcing-Kanäle verfügt, um das Portfolio mit konsistent hoher Qualität zu füllen. Ein weiterer Aspekt sind die bei der Portfoliokonstruktion angewandten Parameter. Je nach Risikoneigung ergeben sich Unterschiede bei der Auswahl und Gewichtung der Parameter. Die von uns durchgeführte unabhängige zweite Due Diligence bringt unsere eigenen, überaus defensiven Parameter ein, die Grundlage unserer proprietären Portfoliokonstruktion sind.

Hinzu kommt der Aspekt von Anschlussfinanzierungen im Zeitverlauf, der vor dem Hintergrund der Zinswende an Aktualität gewonnen hat. Debt-Fonds-Manager, die vor drei bis vier Jahren finanziert haben, gewähren häufig Anschlussfinanzierungen – ohne umfassende neuerliche Prüfung und zu den gleichen Bedingungen. Gerade vor dem Hintergrund der Zinswende sind aber die Bedingungen von damals obsolet. Es ist möglich, dass sich die Kapitaldienstfähigkeit seit der ersten Finanzierung erheblich eingetrübt hat. Die unabhängige zweite Due Diligence schafft auch an dieser Stelle Mehrwert und erlaubt das Rosinenpicken, das langfristig Risiken minimiert.

All diese zusätzlichen Prüfungen setzen indes voraus, dass ein breit aufgestelltes Team mit der entsprechenden Direkt-Investment-Expertise bereitsteht, um die unabhängige Due Diligence in angemessener Zeit darzustellen. Auf Grundlage unserer langjährigen Erfahrung in der Umsetzung entsprechender Prüfungsprozesse werden wir auch im aktuellen Marktumfeld häufig auf Co-Investment-Gelegenheiten angesprochen. Denn während bei einzelnen Unternehmensfinanzierungen, die von privaten Kreditfonds finanziert werden, zuletzt – infolge rückläufiger Zahlen bei Unternehmensverkäufen – die Nachfrage abgenommen hat, hat die Suche nach Co-Investoren in Verbindung mit Markttransaktionen deutlich zugenommen.

Ein weiterer Grund, warum Co-Investoren von Fonds gesucht werden, liegt in der nachlassenden Fundraising-Dynamik der vergangenen Jahre. 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 noch häufiger als in der Vergangenheit vor, dass Co-Investoren mit ins Boot genommen werden müssen.

Private Credit – Der richtige Due-Diligence-Ansatz ist entscheidend für erfolgreiche Co-Investments

Fazit und Ausblick

Co-Investing wird als interessante Alternative zu einem Fondsinvestment weiter an Bedeutung gewinnen, da es sich positiv auf Kostenstruktur und Rendite des Portfolios auswirkt und zudem die Transparenz von Transaktionen und Schuldnern verbessert. Die dabei aus unserer Sicht unabdingbare doppelte Due Diligence funktioniert dabei wie ein Trichter: Erst das gewachsene und breite Netzwerk zu den Fonds, mit denen sehr enge Beziehungen bestehen, eröffnet Zugang, Investmentchancen in großer Zahl zu prüfen und mit hoher Selektivität auszuwählen. Hierbei kommt es durchaus auf die Menge an, und tägliche Kontakte sind die Voraussetzung für das Sourcing von Co-Investments. Aber erst im Zusammenspiel mit der doppelten Due Diligence und dem konsequenten Rosinenpicken entsteht jener Mehrwert für Investoren, der in einem veränderten Marktumfeld, das noch mehr Wert auf den Cashflow legt, Voraussetzung für sichere und stabile Erträge ist.

Kontakt und Autoren:

Golding Capital Partners GmbH
Einsteinstraße 172
81677 München

www.goldingcapital.com

Jakob Schramm

Head of Private Credit

Telefon: +49 89 419997 173

E-Mail: schramm@goldingcapital.com

Florian Hofer

Director Private Credit

Telefon: +49 89 419997 190

E-Mail: hofer@goldingcapital.com

Corporate Private Debt – Eine attraktive Investitionsmöglichkeit für institutionelle Investoren

Einleitung

In den letzten Jahren erzielte die Anlageklasse Private Debt u.a. wegen ihrer attraktiven Renditen einen starken Aufschwung in den Portfolios deutscher institutioneller Investoren. Nicht nur aufgrund der geringen Korrelation zu traditionellen Anlageklassen stellt Private Debt aus Gesichtspunkten der Portfoliodiversifikation auch in Zukunft eine sinnvolle Anlagealternative dar.

Starke Treiber für die Entwicklung des Private-Debt-Marktes auf der Angebotsseite sind beispielsweise der Bedarf an Re- und Neufinanzierungen von Unternehmen sowie die Abschwächung der Bankentaktivitäten in verschiedenen Kreditbereichen. Weiterhin eröffnet die Heterogenität der Assetklasse unterschiedliche Investmentchancen, steht aber auch vor interessanten Herausforderungen.

Corporate Private Debt – Ein vielseitiges Teilsegment von Private Debt

Private Debt lässt sich dem Kosmos der Alternativen Investments zuordnen, welcher Investmentopportunitäten neben den traditionellen Assetklassen wie etwa Aktien umfasst. Die Anlageklasse Private Debt ist in der Literatur nicht übereinstimmend definiert, jedoch wird die folgende Begriffsdefinition schwerpunktmäßig verwendet:

Private Debt umfasst die Bereitstellung von Fremdfinanzierungsinstrumente durch vornehmlich privatwirtschaftliche institutionelle Investoren abseits des Bankensektors.

In anderen Worten ist Private Debt eine alternative Form der Kreditfinanzierung, welche den illiquiden Anlageformen zugeordnet ist. Die Anlageklasse Private Debt lässt sich nach weiteren Kategorien untergliedern, wie z.B. dem Rendite-/Risikoprofil der Kredittranchen in Verbindung mit dem jeweiligen Finanzierungszweck sowie weiteren Faktoren wie beispielsweise Währung, Land, Bonität, etc. Die Kredittranchen lassen sich nach Senior Private Debt (vorrangig besichert), Subordinated Debt (nachrangig besichert) und Unitranche (Mischung aus vorrangig sowie nachrangig besicherten Tranchen) einteilen.

Die Finanzierungszwecke im Private Debt-Bereich sind sehr unterschiedlich und können z.B. Flugzeuge, Handelsforderungen und Unternehmen umfassen. Werden Unternehmen finanziert, handelt es sich um Corporate Private Debt. Corporate Private Debt ermöglicht institutionellen Investoren, insbesondere über Kreditfonds am Kreditmarkt sowohl an größeren als auch an mittelständischen Unternehmen zu partizipieren.

Kreditfonds im Corporate Private Debt-Bereich weisen eine Vielzahl unterschiedlicher Anlagestrategien auf, welche sich schwerpunktmäßig in die folgenden Kategorien einteilen lassen:



Guido Justen
Senior Portfolio Manager,
Helaba Invest



Max-Fabian Glöckner
Produktmanager
Alternatives, Helaba Invest

- Direct Lending (primäre direkte Kreditvergabe),
- Distressed Debt (z.B. notleidende Kredite),
- Special Situations (Sondersituationen, hierzu zählen u. a. Umstrukturierungen),
- Mezzanine (Finanzierungsmischform zwischen Eigen- und Fremdkapital) und
- Venture Debt (Wagniskapital).

Besonders hervorzuheben ist, dass in den letzten Jahren Corporate Private Debt-Fonds im Direct Lending-Segment vermehrt Leveraged Buy-Out (LBO)-Finanzierungen übernommen haben (d.h. fremd(kapital)finanzierte Unternehmensübernahmen) und sich dadurch noch stärker als interessante Finanzierungsquelle für Unternehmen etablieren konnten.

Positive Marktstimmung und Aussichten für Private Debt

Die Betrachtung der Private Capital Quarterly Indizes von Preqin zeigt, weshalb Private Debt in den letzten Jahren bei institutionellen Investoren beliebt war. Der Private Debt Index schneidet im Vergleich überdurchschnittlich ab und weist eine attraktive Performance bei vergleichsweise niedriger Volatilität auf (siehe Abbildung 1).

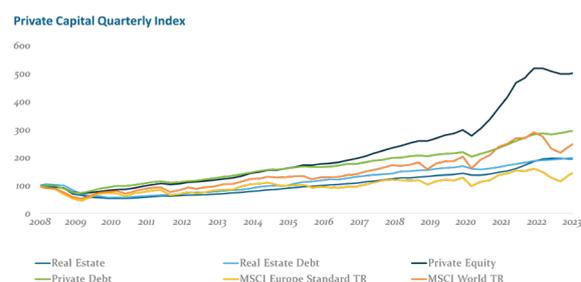


Abbildung 1: Private Capital Quarterly Index (Quelle: Private Debt Q2 2023: Preqin Quarterly Update data pack)

Corporate Private Debt – Eine attraktive Investitionsmöglichkeit für institutionelle Investoren

Die historisch attraktive Performance spiegelt sich auch in der positiven Investorenstimmung am Markt wider. Gemäß des Preqin Investor Outlook (Alternative Assets, H2 2023) waren 90% der befragten Investoren der Überzeugung, dass die Anlageklasse Private Debt ihre Erwartungen erfüllt oder sogar übertroffen hat.

Das Fundraising im Private Debt-Bereich wird für das gesamte Jahr 2023 voraussichtlich das Niveau von 2022 erreichen oder sogar übertreffen¹. Im Jahr 2023 haben u.a. die makroökonomischen Aussichten ein stärkeres Fundraising verhindert, jedoch könnte die positive Investorenstimmung das Fundraising bald wieder stärker beleben. Nichtsdestotrotz ist die relativ flache Entwicklung im Fundraising im Vergleich zu anderen Assetklassen im Jahr 2023 als sehr stabil einzustufen.

Ein weiteres positives Bild der Anlageklasse Private Debt zeigt sich auch in einer Investoren-Befragung von Preqin: Danach möchten 55% der Investoren ihre Private Debt-Position im Portfolio langfristig ausbauen, lediglich 8% planen eine Verringerung der Position.

Überdies rangiert die Strategie Direct Lending gemäß Investoreneinschätzung unter den besten Investmentopportunitäten für zukünftige Investitionen. Die Markteinschätzung spiegelt sich auch in den Schätzungen der Entwicklung der „Global Private Debt Assets Under Management (AUM)“ wider, welche ein starkes Wachstum in Höhe von 13,3% p.a. von 2022 bis 2028 prognostizieren (siehe Abbildung 2). Für den gleichen Zeitraum wird ein Wachstum von 9,7% p.a. bei Distressed Debt erwartet.

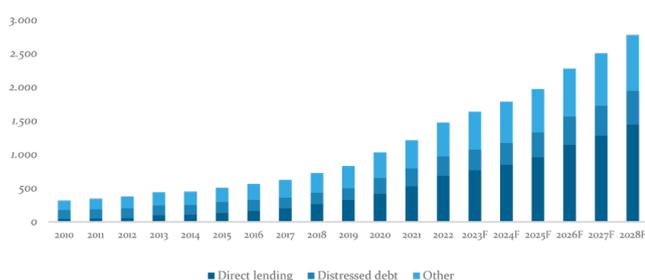


Abbildung 2: Wachstumserwartung der AUM nach Sub-Strategie (Quelle: Preqin Global Report: Private Debt 2024 data pack)

Auch bei institutionellen Investoren in Deutschland ist insbesondere Corporate Private Debt weiterhin ein sehr wichtiger Portfoliobaustein. Gemäß Investor Survey 2023 vom Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) im September 2023 beabsichtigen mehr als 50% der Investoren, die Corporate Private Debt-Position im Portfolio auszu-

bauen. 35% wollen an der aktuellen Portfolioallokation festhalten und lediglich 9% planen einen Positionsabbau. Institutionelle Investoren in Deutschland beteiligen sich an der Anlageklasse Corporate Private Debt schwerpunktmäßig über Single Funds und Dachfonds.

Chancen und Herausforderungen für Corporate Private Debt

Das Marktumfeld für Corporate Private Debt hat sich in den vergangenen Jahrzehnten immer wieder geändert. Im vergangenen Jahr hat die Anlageklasse infolge des gestiegenen Zinsniveaus sowie der allgemeinen Verbesserung der Konditionen für Kredite wieder deutlich an Attraktivität gewonnen. Je nach Darlehensart ergeben sich aktuell Renditen von 7 – 15% p.a., was im Vergleich zu den Vorjahren einen deutlichen Renditesprung darstellt.

Die Darlehen in europäischen Strukturen sind normalerweise variabel verzinslich und werden viertel- oder halbjährlich gezahlt, womit sie ein vergleichbares Ausschüttungsprofil wie entsprechende liquide Anlageprodukte aufweisen. Allerdings ist die Volatilität der Bewertung bei Änderungen des Zinsniveaus am Kapitalmarkt deutlich geringer als bei liquiden Anlagen. Daher sind sie für viele Investoren eine echte Alternative zu den liquiden Anlageklassen wie die aktuelle Studie des BAI bestätigt.

Seitens der Unternehmen ist der Bedarf an Darlehen mittelfristig weiterhin hoch, obwohl das Transaktionsvolumen von Unternehmensverkäufen im letzten Jahr deutlich niedriger war als in den Vorjahren. Seit geraumer Zeit gestaltet sich die Kreditvergabepolitik der Banken verhalten. Dieser Trend wird sich in den nächsten Jahren fortsetzen und verstetigen. Die weiterhin hohe Inflation bedeutet für Unternehmen höhere Kosten. Bei einzelnen Unternehmen könnte sich die Kreditbonität verschlechtern. Dies bedeutet für Banken eine höhere Eigenkapitalausstattung, wodurch den Banken entsprechend höhere Kosten für die Eigenkapitalunterlegung entstünden. Daher werden Banken in den nächsten Jahren zusätzliches Eigenkapital vorhalten müssen.

Nach der Finanzmarktkrise haben sich immer mehr Kreditfondsanbieter etabliert. Die aktuelle Entwicklung wird diesen Trend weiter verstärken.

Aus Sicht der Fondsmanager sind insbesondere stabile und nicht zyklische Branchen interessant. Zu den attraktiven Geschäftsmodellen zählen Unternehmen, deren Umsatz- und Kostenstruktur gut prognostizierbar sind. Im Ergebnis zeigen diese Unternehmen eine

¹ Quelle: Preqin Global Report 2024: Private Debt

Corporate Private Debt – Eine attraktive Investitionsmöglichkeit für institutionelle Investoren

hohe Cashflow-Stabilität, welche wesentlich für die Kapitaldienstfähigkeit ist. Zu den entsprechenden Branchen gehört beispielsweise der Gesundheits- oder Softwaresektor. Besonders interessant sind die jeweiligen Marktführer einer Branche.

Die größte Herausforderung bei der Kreditvergabe ist die Risikominimierung, da die Verzinsung eines Darlehens normalerweise gleichzeitig die maximal erzielbare Rendite darstellt. Fondsinvestoren sollten daher mittels mehrerer Investitionen in Darlehensfonds das Portfoliorisiko minimieren. Grundsätzlich sollten bei der Due Diligence von Darlehensfonds einige Faktoren beachtet werden. Bei der Auswahl von Fondsinvestitionen sollte man möglichst viele Gespräche mit Fondsmanagern führen, um eine optimale Auswahl zu haben. Eine Richtgröße sind 100 – 200 Gespräche pro Jahr. Diese Teams der Fondsmanager sollten bereits seit langem zusammenarbeiten und über eine mehrjährige Erfahrung verfügen, insbesondere auch in Krisenzeiten. Ein weiterer Faktor ist das Alpha des Managers. In erster Linie gilt es zu hinterfragen, ob der Manager mit vielen anderen Kreditgebern im Wettbewerb steht oder durch Alleinstellungsmerkmale hervorsticht. Weitere Faktoren sind beispielsweise der Track Record, die Konditionen oder die Dauer der Zusammenarbeit der Teammitglieder.

Senior Corporate Private Debt als attraktive Investmentmöglichkeit

Für Investoren besteht eine Vielzahl von Möglichkeiten, im Corporate Private Debt Bereich zu investieren. Die wesentlichen Parameter sind insbesondere das Risikoprofil der zugrundeliegenden Darlehen, die Investitionsregionen und das jeweilige Marktsegment. Grundsätzlich bieten sich die beiden Investitionsregionen Europa oder Nordamerika an. Investoren sollten regelmäßig in den jeweiligen Investitionsregionen mit den Managern in Kontakt stehen, um einen kompetenten, vollständigen Marktüberblick zu erhalten. Traditionell bieten sich im ersten Schritt Investitionen in Europa an.

Als Einstiegssegment eignet sich der reine Seniorbereich. In diesem Segment werden Darlehen auch als Betriebsmittel- oder Garantielinien vergeben. Das Gros sind die unmittelbar zum Erwerb eines Unternehmens vergebenen Darlehenstranchen, die in tilgbare sowie endfällige Tranchen unterschieden werden. Endfällige Tranchen weisen aktuell eine wirtschaftliche Laufzeit von ca. 4 Jahren auf. Die Darlehen sind unter anderem durch Verpfändung von Geschäftsanteilen der gekauften Unternehmen besichert. Die finanzierten Unternehmen haben eine Reihe von wirtschaftlichen Vertragsklauseln zu erfüllen, sogenannte Covenants. Sollte ein Unternehmen diese Bedingungen nicht einhalten, so sind in den Darlehensverträgen entsprechende Regelungen vereinbart, die den Kreditgebern

weitergehende Maßnahmen (einschließlich Kündigungsoptionen) ermöglichen. Es ist Marktstandard, dass bereits frühzeitig Gespräche zwischen den Kreditgebern, Kreditnehmern und Eigentümern geführt werden, um dem Unternehmen eine positive Geschäftsentwicklung zu ermöglichen und Covenant-Brüche zu vermeiden.

Eine europäische Strategie mit Fokus auf den reinen Seniorbereich generiert eine Nettorendite von aktuell ca. 7% bis 8% p.a., mit einer Ausschüttungsrendite in vergleichbarer Höhe.

Fazit

Das Investoreninteresse bezogen auf die Anlageklasse Private Debt - insbesondere auch Corporate Private Debt - ist ungebrochen groß. U.a. aufgrund der Renditeerwartung ist auch in Zukunft von einer positiven Entwicklung der Anlageklasse auszugehen. Im Speziellen bietet Senior Corporate Private Debt aufgrund des attraktiven Rendite-/Risikoprofils (ca. 7% bis 8% p.a. Nettorendite) eine interessante Investmentmöglichkeit und sollte im aktuellen Marktumfeld in jedem Corporate Private Debt-Portfolio den Grundbaustein bilden.

Kontakt und Autoren:

Helaba Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH
Junghofstr. 24
60311 Frankfurt

www.helaba-invest.de

Guido Justen

Senior Portfolio Manager

Telefon: 069 29970 265

E-Mail: guido.justen@helaba-invest.de

Max-Fabian Glöckner

Produkt Manager Alternative Investments

Telefon: 069 29970 593

E-Mail: max-fabian.gloeckner@helaba-invest.de

A historic opportunity: real estate debt in 2024

For debt providers, the relative risk adjusted return profile for new real estate credit today is very attractive. Higher interest rates have helped to improve the return profile, and new loan detachment points are generally trending lower, particularly in instances where borrowers are willing to show support for underlying assets and commit additional cash to a transaction.

These attractive fundamentals for lenders were largely in place last year too, however transaction volumes across new acquisitions and refinancings were limited for a variety of reasons. By contrast, in 2024 we expect to see robust demand for debt financing solutions provided by real estate investment funds. This is due to both recent market developments and longer-term structural trends.

In the shorter term, borrowers have begun to adapt to a higher cost of financing. This comes as no surprise given the dynamics behind the rapid increase in interest rates that abruptly ended 15 years of historically low rates. With the borrowing market adapting to this new environment, and with interest rates expected to stabilize and start to decline, we have also seen transactions start to move forward at the start of 2024. It is expected that debt will again become a common component of sponsors' business plans in 2024.

In the longer term, the migration of commercial real estate lending activity away from banks and towards debt funds has been a

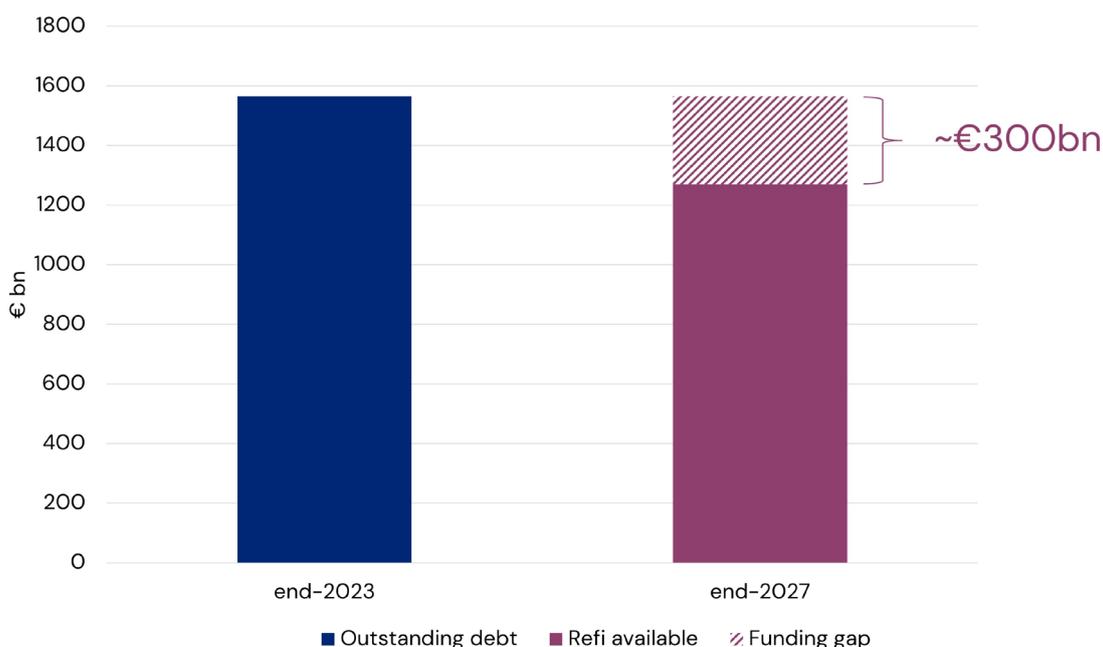


David White
Head of LaSalle Real Estate Debt Strategies, Europe,
LaSalle Investment Management

dominant theme over the past 15 years. The long-running Bayes Business School study of UK CRE lending* found that, in the first half of 2022, debt funds exceeded domestic banks' new originations for the first time.

Alternative lenders are poised to further expand their market share in the coming years. Bayes Business School estimates demand for real estate finance in Europe at €310bn per year, and the current stock of outstanding real estate debt at €1.6 trillion. However, as underlying values have declined and loan-to-value ratios (LTVs) are down, traditional lenders may only be willing to advance around €1.3tn of the capital necessary to refinance loans maturing through 2027.

Estimated funding gap through 2027



Source: MSCI Real Capital Analytics, Bayes Business School, CBRE, JLL, LaSalle (01/24).

Notes: Past performance is not indicative of future results. There is no guarantee that any trends shown herein will continue or that any forecasts shown herein will materialize as expected. Funding gap estimates based on Bayes Business School assessment of debt outstanding and maturing annually, and LaSalle forecasts of capital value change.

A historic opportunity: real estate debt in 2024

Funds will therefore encounter a significant volume of investment as they play an ever-increasing role in addressing the real estate financing gap, created by banks' ongoing retrenchment and the considerable quantities of debt falling due for refinancing in the short run.

Despite these attractive dynamics for non-bank real estate lenders, this remains a market with potential for real dispersion in performance between fund managers. Delivering attractive risk-adjusted returns for investors will require several crucial ingredients, including having a well-resourced platform across all facets of the business that is established in the market and leveraging analytical tools to negotiate with borrowers.

The benefits of an established market presence and platform

For alternative lenders to remain competitive, they must be able to offer sponsors a wide range of capital solutions. The flexibility afforded by a variety of debt structures should help borrowers transition to a higher-rate environment, allocate risk to where it is most suitably borne and ensure that good-quality properties continue to have access to liquidity.

In other words, both debt funds and borrowers benefit from differentiated pockets of debt capital, ranging from senior lending, whole loans, levered whole loans and mezzanine, including development and refurbishment financing. Borrower demand for bespoke financing solutions makes this an attractive environment in which to be active and to deploy capital across a diverse range of market opportunities.

As a lender, a natural complement to this diversity of investment strategies is a wider geographic scope. The ability to deploy capital across borders and across currencies further enhances funds' ability to be selective.

Structuring is also critical, particularly when underwriting risk for assets that traditional lenders are less willing to finance. Appropriately managing risk while offering more structured solutions, utilizing a range of protections such as standard loan covenants or business plan targets are all measures that help align interests between borrowers and lenders.

Scalability also plays a critical role in a lender's ability to remain competitive in today's environment. While refinancing needs can be met by more traditional senior-mezzanine lending structures, an increasingly prevalent structure sees a whole loan provided by

an alternative lender. The whole loan provider provides a single counterparty and point of contact for a borrower to work with, while allowing for more certainty as well as enhanced control for the lender. This combination of a flexible investment mandate, cross-border presence and a robust approach to underwriting and deal structuring is fundamental to striking the right balance between supporting borrowers and protecting investors' capital. These attributes will naturally be found in those established players with a proven track record of transacting and who can offer certainty and speed of execution.

Those same funds will also disproportionately be those with access to a wider asset management platform, also to borrowers' benefit.

Ultimately, a collaborative real estate debt investment manager will not be extending loans with the express intention of eventually taking over or outright owning the assets. But being part of a large platform with asset management capabilities is not just an important safety net in the event that a restructuring and transfer of ownership does take place. It also helps pre-empt and avoid that situation. Drawing on those asset management capabilities means that lenders can identify red flags in a deal early-on, and in turn work with their borrowers and help provide insight into ways to maximise value.

Leveraging wider analytical tools

As detailed in LaSalle's ISA Outlook 2024, we also believe that, to lend successfully in a challenging market, debt providers need to maintain a targeted approach, effectively sourcing transactions by scrutinising market data and making use of local market presence.

Tapping into a wider pool of analytical tools, data and longer-term outlooks is invaluable when working with borrowers and understanding their commercial horizons. For example, in the absence of comparable transactions to act as reference points for how certain asset valuations have rebased, the ability to conduct price discovery by analysing, understanding, and underwriting fundamentals from the point of view of an equity sponsor is key.

In some instances, fresh borrower equity is required to support elongated business plans. To that end, fostering a good relationship with borrowers by working with their reformulated business plans is fundamental to unlocking the right structured financing solutions, especially in the face of forthcoming debt maturities. In a market impacted by rising interest rates and geopolitical convulsions, finetuning capital requirements quickly can be only undertaken by a real estate manager with the capabilities and resources to conduct that deep analysis.

A historic opportunity: real estate debt in 2024

Good data is also important when seeking to invest across a range of different real estate assets. Currently, lender appetite is focused on sectors with especially strong occupier fundamentals, and their ability both to capture rental growth in line with inflation and to access relatively liquid capital markets. Logistics, residential, student and select operational sectors, such as hospitality, are widely considered to offer resilient fundamentals. This is resulting in a reasonable degree of liquidity for originating new financings in those preferred sectors, but insight remains crucial to picking both markets and sponsors with the capabilities to access such growth. More importantly and particularly in scenarios whereby strong occupational trends are obvious, it is still critical to understand cost structure, and ultimately capital markets in an environment where very little transaction data exists. Access to good quality data is a key component of determining underlying value of an asset in today's environment.

Outside of those preferred sectors with a more obvious path to cash flow, the traditional sectors of offices and retail have been most challenged. That is especially true for offices outside of prime CBD, whereby a large amount of uncertainty exists, arising from the cloud of uncertainty surrounding future occupier demand and what the impact on capital markets over the long run will be. Data-led insights and a proprietary view on whether, how and where the office market will recover is therefore an important advantage for lenders. For example, ESG credentials are increasingly important as a key determinant of asset performance in the office sector. Wellness, energy efficiency, sustainability accreditations – all of these are metrics that need to be analysed to forecast occupier demand, and in turn, valuation trends.

Opportunities and challenges for 2024

Since the global financial crisis, commercial real estate lending has evolved towards a diverse pool of capital providers which includes both more traditional banks, but also debt funds. In 2024, this trend is expected to continue.

Despite the scope for funds to earn more market share this year, lenders face many potential pitfalls. When it comes to origination, sourcing financing opportunities will require a focus on parts of the market where supply and functionality has lagged societal trends. These situations enable rental growth at or above inflation, aligning with what individual and corporate occupiers want from their spaces. Likewise, credit selection and structuring will require a keen eye on lending basis and coverage levels, alongside the underlying real estate capabilities of the sponsors.

Real estate credit is currently a highly attractive asset class. But to ensure that both fund investors and borrowers are being served well requires a debt platform that can provide a variety of leverage solutions, tap into a rich bank of data/analytics, and draw on insights from a wider bench of real estate specialists, all underpinned by a market-leading team with exceptional borrower relationships. Those are the characteristics that investors and borrowers alike should prioritise in their partners.

**From 2018, The UK Commercial Real Estate (CRE) Lending Survey is based at Bayes Business School, City, University of London. The Survey is a unique and comprehensive record of CRE lending, and an industry-standard source of information, regularly referenced in the national financial press and trade publications: <https://www.bayes.city.ac.uk/faculties-and-research/centres/real-estate/bayes-cre-lending-report>. Up to 2017, the study was published by De Montfort University, Leicester.*

Contact and author:

LaSalle Investment Management
4th Floor, 78 St James's Street
London SW1A 1JB

David White

Head of LaSalle Real Estate Debt Strategies, Europe
E-Mail: David.White@lasalle.com

Auf der Suche nach Risikominimierung und Renditepotenzial

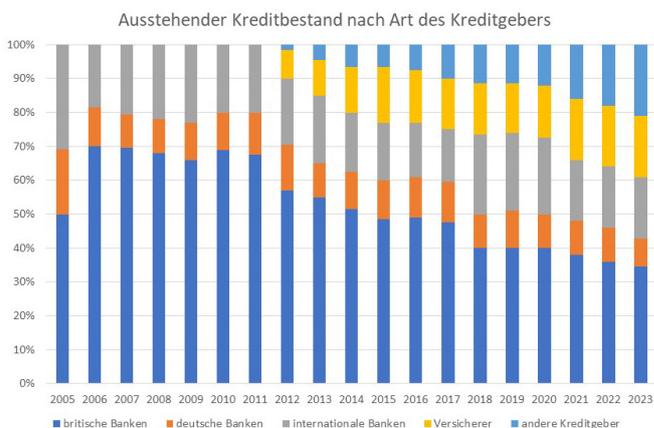
Investitionen in europäische Gewerbeimmobiliendarlehen

Commercial Real Estate (CRE) Debt kann attraktive risikoadjustierte Renditen mit der Sicherheit von Sachwerten und strukturellen Schutzmechanismen kombinieren. Dadurch werden die Auswirkungen eines möglichen Wertverlustes von Immobilien minimiert. Die Assetklasse stellt eine defensive Investitionsmöglichkeit dar, die institutionelle Investoren über das gesamte Risiko-/Ertragsspektrum nutzen können. Strategien können auf Senior-, Mezzanine-Darlehen oder einen gemischten Ansatz ausgerichtet sein.

Der europäische CRE-Debt-Markt

Investitionen in europäische CRE-Darlehen bieten die Möglichkeit, Kapital in großem Umfang einzusetzen und von einer attraktiven Dynamik zu profitieren. Das Gesamtvolumen des heutigen Marktes wird auf rund 1,6 Billionen Euro¹ geschätzt. Nichtbanken sind mittlerweile eine etablierte Finanzierungsquelle für Darlehensnehmer, insbesondere in Großbritannien und zunehmend auch in Kontinentaleuropa. Im Vereinigten Königreich machten diese Darlehensgeber im ersten Halbjahr 2023 rund 40 Prozent des Gesamtmarktes aus². In Kontinentaleuropa ist der Marktanteil der Nichtbanken mit rund 10-20 Prozent noch deutlich geringer³. Europa liegt ebenfalls hinter den USA zurück, wo Nichtbank-Darlehensgeber etwa 35 Prozent des Marktes ausmachen⁴.

Banken als traditionelle Darlehensgeber unterliegen höheren regulatorischen Eigenkapitalanforderungen. Im Verhältnis zu ihrem gesamten Darlehensportfolio können sie daher weiterhin nur einen geringeren Anteil an höher fremdfinanzierten, mit Immobilien besicherten Darlehen halten. Darüber hinaus könnte die zunehmende Regulierung das Interesse einiger europäischer Banken an risikoärmeren Darlehen beeinflussen, wenn eine Mindestkapitalanforderung für die internen Risikogewichtungsmodelle der Finanzinstitute eingeführt wird. Infolgedessen dürften die Beleihungsausläufe konservativ bleiben. Die Darlehensmargen haben das Potenzial, auf absoluter und relativer Wertbemessungsbasis attraktive Renditen zu bieten.



Quelle: M&G, Bayes Commercial Property Lending Report, H1 2023

Kapitalstruktur: Senior Real Estate Debt

Erstrangige CRE-Darlehen bieten Investoren Zugang zum risikoärmsten Teil der Kapitalstruktur. Diese werden zu konservativen Beleihungsquoten vergeben, die sich nach einem deutlichen Rückgang im Zuge der Finanzkrise inzwischen bei 50 bis 60 Prozent stabilisiert haben.

Konservative Beleihungsausläufe bedeuten, dass erhebliche Wertverluste der zugrunde liegenden Immobilien verkräftet werden können, bevor das Kapital gefährdet ist. Das unterstützt das Kapital- und Renditepotenzial. Senior Lender profitieren auch von der erstrangigen Sicherheit der zugrunde liegenden Immobilie und dem vorrangigen Zugang zum Cashflow der Immobilie.

Darlehen können so strukturiert werden, dass sie ein Investment-Grade-Risikoprofil aufweisen, das in der Regel einen kontinuierlichen Cashflow für den Investor generiert.

Der deutliche Rückgang des traditionellen Bankkapitals nach der Finanzkrise hat auch zu einem Anstieg der erzielbaren Renditen geführt. Senior Real Estate Darlehen, die durch ertragsstarke Immobilien besichert sind, bieten Investoren einen Spread-Aufschlag im Vergleich zu Unternehmensanleihen mit ähnlichem Rating. Diese

¹ European CRE Lending Report, Bayes Business School, H1 2023

² CRE Lending Report, Bayes Business School, H1 2023

³ Ares, 2023, European CRE Lending Report, Bayes Business School, H1 2023

⁴ Mortgage Bankers Association: Commercial / Multifamily Mortgage Debt Outstanding, Q3 2023

Auf der Suche nach Risikominimierung und Renditepotenzial

Renditen können durch Investitionen in Transitional und Development Loans weiter gesteigert werden. In diesem Bereich sind Finanzierungen weniger verbreitet, die Zinsen werden in der Regel kapitalisiert und das Underwriting, die Strukturierung und die Überwachung von Transaktionen erfordern Spezialkenntnisse.

Integrierter Schutz gegen Volatilität: Mezzanine Real Estate Debt

Mezzanine Real Estate Debt nimmt in der Kapitalstruktur eine mittlere Position ein: vor dem Eigenkapital, aber hinter den Senior Loans. Die Renditen sind auf absoluter Basis höher als bei Senior Loans, um diese nachrangige Position widerzuspiegeln. Da Mezzanine-Finanzierungen eine Fremdkapitalposition in der Kapitalstruktur einnehmen – mit Beleihungsausläufen, die in der Regel zwischen 60 und 80 Prozent liegen – profitieren die Renditen auch von einem Eigenkapitalpolster. Der Eigenkapitalgeber trägt den ersten Verlust, wenn sich der Immobilienwert verschlechtert, während die Renditen von Mezzanine-Finanzierungen in einem Umfeld fallender Immobilienwerte stabil bleiben können.

Ein kombinierter Ansatz

Anleger sind allerdings nicht auf Strategien aus Senior oder Mezzanine Real Estate Debt beschränkt. Investoren, die auf Portfoliobasis höhere Renditen als bei Senior Real Estate Debt und ein geringeres Risiko als bei Mezzanine Debt anstreben, können in Strategien investieren, die in beide Bereiche der Kapitalstruktur investieren können. Auf diese Weise können Investoren ein ausgewogenes Risiko-Rendite-Profil ähnlich dem eines Whole Loan erzielen.

Risikomanagement bei Real Estate Debt

Risikoreduktion ist für alle Arten von CRE-Darlehen relevant und kann durch eine Reihe von Maßnahmen umgesetzt werden.

Sorgfältiges Underwriting

Ein wichtiger Bestandteil einer umsichtigen Darlehensvergabe ist eine umfassende Due-Diligence-Prüfung, um die Nachhaltigkeit des Cashflows einer Immobilie und ihre Fähigkeit zur Bedienung von Zinsen und Tilgung des Darlehens zu ermitteln. Dies beinhaltet eine Bewertung der Bonität der Mieter, der Bedingungen und Laufzeiten der Mietverträge, der aktuellen, vertraglich vereinbarten Einnahmen und der Fähigkeit, die Einnahmen laufend zu ersetzen. So können beispielsweise Daten auf Objektebene untersucht werden, um die historische Volatilität von Mieten und Erträgen zu analysieren, was es dem Darlehensgeber ermöglicht, die Schuldentragfähigkeit in verschiedenen Marktsituationen zu beurteilen.

Während planmäßige Darlehenszinszahlungen den Cashflow kalkulierbar machen, kann das Recht des Darlehensnehmers, das Darlehen jederzeit zurückzuzahlen, die Kapitalrendite beeinflussen. Dieses Risiko kann durch eine Vorfälligkeitsentschädigung während der Darlehenslaufzeit reduziert werden, falls sich der Darlehensnehmer für eine vorzeitige Rückzahlung entscheidet.

Maßgeschneiderte Dokumentation und Covenants

Aus Sicht von M&G sind ein maßgeschneidertes Underwriting und die Darlehensstrukturierung eine Voraussetzung für das Erreichen der angestrebten Rendite. Die Einbeziehung von Schutzklauseln im Vorfeld, wie z. B. Financial Covenants, kann dazu beitragen, das Risiko eines Kapitalverlusts zu vermeiden. Die wichtigsten Vertragsbedingungen jeder Transaktion werden individuell angepasst und überprüft, um sicherzustellen, dass die Investition die spezifischen Risiken der zugrunde liegenden Immobilie und den Geschäftsplan des Darlehensnehmers widerspiegelt.

Die Aufgabe von Financial Covenants ist es, Darlehensgeber zu warnen, wenn sich die Fähigkeit des Darlehensnehmers, seine Schulden zu bedienen, und/oder die Fähigkeit des Darlehensgebers, sein Kapital zurück zu erhalten, verschlechtern könnte. Durch eine strenge Festlegung dieser Klauseln können die Darlehensgeber frühzeitig Maßnahmen ergreifen, haben eine bessere Kontrolle über etwaige Eingriffe und können sicherstellen, dass für die Darlehensnehmer ein finanzieller Anreiz besteht, Abhilfemaßnahmen zu ergreifen. In der Regel enthalten diese Klauseln Cash-Sweep-Trigger, die eine Kontrolle des Cashflows ermöglichen, und Ausfallklauseln, die im Extremfall Vollstreckungsmaßnahmen ermöglichen.

Management von Zinsrisiken

Steigende Zinssätze können sich auf die Fähigkeit des Darlehensnehmers auswirken, seinen Zins- und Schuldendienstverpflichtungen nachzukommen – insbesondere dann, wenn die Erträge aus der Immobilie nicht im gleichen Maße wie die Zinssätze steigen. Cashflow-Underwriting kann dabei helfen, einen Zinsanstieg auf ein tolerierbares Maß zu prognostizieren. Die Vereinbarung von Zinssicherungsgeschäften mit dem Darlehensnehmer kann die Risiken eines Zinsanstiegs weiter reduzieren.

Management von Inflationsrisiken

Inflationsrisiken können sich bei CRE-Darlehen auf verschiedene Weise manifestieren. Beispielsweise können steigende Kosten die Nettobetriebseinnahmen der zugrunde liegenden Immobilie verringern und die Fähigkeit des Darlehensnehmers, die Zinsen zu bedienen, beein-

Auf der Suche nach Risikominimierung und Renditepotenzial

trächtigen. Im Zusammenhang mit einem Development Loan können steigende Baukosten dazu führen, dass ein solches Vorhaben nicht mehr ausreichend finanziert werden kann, um es fertig zu stellen.

Die Erträge aus den zugrundeliegenden Immobilien können in gewissem Grad an die Inflation gekoppelt sein, z.B. durch an Verbraucherpreise indexierte Mietverträge. Dies kann dazu beitragen, steigende Kosten auszugleichen, auch wenn es unwahrscheinlich ist, dass sich die Inflationsauswirkungen auf Erträge und Kosten perfekt angleichen lassen.

Zu den Risikominderungstechniken gehören zudem die Aushandlung von Liquiditätsreserven mit dem Darlehensnehmer, um ihn zu unterstützen, wenn die Betriebsmargen unter Druck geraten, und die Sicherstellung, dass Bauverträge mit Festpreisen und angemessenen Eventualitäten abgeschlossen werden, um den Anstieg der Baukosten abzufedern.

Darlehensüberwachung

Die Überwachung von Darlehen ist unerlässlich, um die Performance von Investitionen zu verfolgen und die angestrebten Renditen zu erreichen. Aus Sicht von M&G ist es sinnvoll, die Covenants während der Laufzeit eines Darlehens kontinuierlich zu überwachen und die laufende Performance zu überprüfen. Key Performance Indicators (KPIs), die vorab definierte Ziele während der Laufzeit eines Darlehens messen, sollten im Rahmen eines aktiven Risikomanagements ebenfalls überwacht werden.

Auswahl der Manager

Investitionen in CRE-Darlehen erfordern eine ausreichende Größe und Fachwissen über den Immobilienmarkt. Investmentmanager, die über umfassende Kapazitäten und Expertise in den Bereichen Immobilien und Restrukturierung verfügen, sind in der Lage, ihre Marktkenntnisse bei der Akquisition von Transaktionen, der Übernahme von Risiken und dem Management potenzieller Verwertungen einzusetzen. Manager mit einem individuellen Finanzierungsangebot, der Fähigkeit, Deals zu akquirieren und langfristigen Beziehungen sind oft am besten in der Lage, attraktive, risikoadjustierte Möglichkeiten in verschiedenen Regionen und Sektoren zu finden. Im Fall von M&G liegt der Schwerpunkt auf der eigenständigen Origination mit Senior- und Mezzanine-Darlehen, die bis zur Fälligkeit gehalten werden. Zudem ist M&G in der Lage, großvolumige Fremdfinanzierungen bereitzustellen.

Zunehmender Fokus auf ESG-Überlegungen bei CRE-Darlehen

Umwelt-, Sozial- und Governance-Aspekte (ESG) rücken zunehmend in den Fokus von Immobilieneigentümern und Darlehensgebern. Der CRE-Darlehensmarkt entwickelt sich weiterhin rasant.

Um sicherzustellen, dass die Darlehensgeber diese Aspekte berücksichtigen, kann die Schaffung eines ESG-Rahmens dazu beitragen, ESG-Grundsätze in den Investitionsprozess zu integrieren. Dies kann ein Mindestmaß an umwelt- oder nachhaltigkeitsbezogenen Darlehen in den Portfolios der Investoren, strikte Ausschlüsse in Bezug auf die Aktivitäten der Nutzer sowie KPIs zur Überwachung der Verbesserungen der Energiekennzahlen und der Umweltfreundlichkeit der zugrunde liegenden Vermögenswerte während der Laufzeit eines Darlehens umfassen.

Der Datenaustausch zwischen Nutzern und Immobilieneigentümern nimmt weiter zu, und die Zusammenarbeit zwischen Branchenverbänden und Darlehensgebern dürfte diesen Prozess weiter verbessern. M&G hat in diesem Bereich eine führende Rolle übernommen und versucht, einen einheitlichen Standard für Daten zu schaffen, die von Vermietern im Auftrag von Darlehensgebern erhoben werden sollten. Die Entwicklung von Technologien zur Schätzung des CO₂-Ausstoßes durch Dritte sollte Darlehensgebern auch dabei helfen, die CO₂-Emissionen von Nutzern und Immobilien zu messen, wenn diese Informationen nicht ohne Weiteres verfügbar sind.

Kontakt und Autor:

M&G Luxembourg S.A.
Niederlassung Deutschland
Taunusanlage 19
60325 Frankfurt am Main

www.mandg.com

Ingo Matthey

Head of Institutional Business Development

Germany & Austria, M&G Investments

Telefon: +49 69 1338 6716

E-Mail: ingo.matthey@mandg.com

Nur für professionelle Anleger

Die Weitergabe dieses Dokuments stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf dar. Die frühere Wertentwicklung stellt keinen Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung dar. Der Wert des Investments kann sowohl steigen als auch fallen. Es gibt keine Garantie dafür, dass diese Anlagestrategien unter allen Marktbedingungen funktionieren oder für alle Anleger geeignet sind, und Sie sollten sicherstellen, dass Sie das Risikoprofil der Produkte oder Dienstleistungen, die Sie zu erwerben beabsichtigen, verstehen. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen aus oder basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig und genau halten, wobei M&G keine Haftung für die Richtigkeit des Inhalts übernimmt. M&G bietet keine Anlageberatung an und gibt keine Empfehlungen zu Investitionen ab. Die Einschätzungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Diese Finanzwerbung wird herausgegeben von M&G Luxembourg S.A. mit Sitz in 16, boulevard Royal, L-2449, Luxemburg.

Senior Loans: Warum sich Anleger auf stabile Branchen konzentrieren sollten

Private Debt war in den vergangenen zehn Jahren eine Erfolgsgeschichte für institutionelle Anleger: Die Anlageklasse der privaten Schuldtitel wuchs stetig und erzielte eine starke risikobereinigte Performance mit einem Wachstum von mehr als 200%¹. Höhere Zinssätze bergen jedoch das Risiko höherer Ausfallraten, was die Bedeutung eines konservativen Ansatzes für Kreditportfolios aus unserer Sicht unterstreicht. Wir sind der Meinung, dass ein Teil dieses konservativen Ansatzes darin bestehen sollte, sich auf langfristige Faktoren wie ESG zu konzentrieren und den Schwerpunkt auf größere Unternehmen zu legen, die in der Regel widerstandsfähiger sind und über bessere Management-Informationssysteme verfügen.

Positive Marktbedingungen für Vorrangdarlehen

Bis vor kurzem war der Markt für Private Debt gnadenlos kreditnehmerfreundlich. Das änderte sich Anfang 2021, als die Inflation weltweit anstieg und die Zinsen nachzogen. Die Macht hat sich nunmehr wieder auf die Investoren verlagert. 2023 und 2024 scheinen in Bezug auf die Kreditqualität als auch das Ertragsprofil, dass diese Jahre sehr stark sein dürften. Obwohl die Investoren wieder etwas Macht auf dem Markt erlangt haben, müssen sie mit einem insgesamt geringeren Emissionsvolumen zurechtkommen, da die Unternehmensaktivitäten angesichts der höheren Zinsen eine Pause einlegen. Die Sponsoren sehen sich beim Ausstieg mit niedrigerem Multiplern konfrontiert, so dass einige an der Seitenlinie warten, bis sich die Marktbedingungen verbessern.

Dies rückt die Erfahrung von Kreditmanagern als relevanten Erfolgsfaktor beim Sourcing attraktiver Investitionsmöglichkeiten wieder stärker in den Fokus. Ein Netzwerk zu Sponsoren und Portfoliounternehmen zu haben, ist in Zeiten wie diesen zweifellos hilfreich bei der Akquisition. Darüber hinaus sind Kreditmanager mit robusten Portfoliounternehmen im Private-Equity-Besitz, die ihre Märkte konsolidieren oder Expansionspläne finanzieren wollen, gut positioniert, um ihnen die entsprechenden zusätzlichen Finanzmittel zur Verfügung zu stellen.

Auf Sicht von zwölf bis 24 Monaten dürfte die Kreditvergabe angesichts einer Welle von fällig werdenden Darlehen und dem reichlich vorhandenen 'dry powder' auf Seiten Private Equity wahrscheinlich wieder an Fahrt gewinnen. Im Juni 2023 waren rund 1,26 Mrd. USD an "Dry Powder" von Sponsoren vorhanden, und ab 2025 werden eine Reihe von Darlehen fällig, die refinanziert² werden müssen. Diese Faktoren dürften die Emissionspipeline anheizen.

1 Quelle: Preqin, MV Credit 2023

2 Quelle: Preqin, MV Credit 2023



Patrick Sobotta

*Geschäftsführer und Leiter der
Region Zentral- und Osteuropa,
Natixis Investment Managers*

Defensive Ansätze im aktuellen Umfeld höherer Zinsen besser geeignet

Da die Ausfallraten wahrscheinlich steigen werden, werden wir voraussichtlich eine Differenzierung zwischen den Private Debt-Managern sehen. Der Schwerpunkt unserer Strategie bei MV Credit liegt daher auf konservativen und defensiven Portfolios.

Die COVID-19-Pandemie war ein wichtiger Test für die Widerstandsfähigkeit von Krediten. MV Credit unterstützte eine Reihe von Portfoliounternehmen auch durch die Pandemie hindurch, darunter ein Unternehmen für Medizingeräte – eines der wenigen im Gesundheitswesen, das keinen Rückenwind durch die Pandemie erfuhr -, bis es von seinem Private-Equity-Sponsor im September 2023 erfolgreich veräußert werden konnte und das Darlehen vollständig zurückgezahlt wurde. Dies zeigt, wie wichtig es ist, bei Private Equity Managern vom Unternehmen überzeugt zu sein, das man finanziert. Man kann diesen dann auch durch schwierige Zeiten helfen und vermeiden, sie im denkbar ungünstigsten Moment allein zu lassen.

Unser Ansatz besteht darin, auf ungünstige makroökonomische Ereignisse vorbereitet zu sein, indem wir unser Portfolio auf defensive Sektoren wie das Gesundheitswesen und IT-Software-Unternehmen konzentrieren, die häufig auf Abonnements basierende, und wiederholbare Einnahmen haben. Und auch eine breite Diversifikation ist wichtig. Auch wenn es Zeit und Mühe kostet, sich eine solche Diversifikation aufzubauen. Investitionen in größere mittelständische Unternehmen bieten ein weiteres Maß an Sicherheit. Größere Unternehmen haben oft eine höhere Kreditqualität, ihre Einnahmen sind normalerweise geografisch in Europa oder weltweit gestreut und nach Produktarten diversifiziert.

Darüber hinaus verfügen größere Unternehmen in der Regel über solidere Unternehmensstrukturen und eine solidere Unternehmensführung, so dass sie den Anlegern eher die Informationen zur Verfügung stellen, die sie zur Bewertung der laufenden Leistung benötigen.

Senior Loans: Warum sich Anleger auf stabile Branchen konzentrieren sollten

Nichtfinanzielle Risiko-Analyse als Schlüsselement eines konservativ verwalteten Portfolios

Ein konservativer Ansatz beinhaltet aus unserer Sicht schließlich eine solide Analyse der nicht-finanziellen Risiken. Wir haben daher ESG-Analysen in unseren Portfolios vorgenommen. Dabei wird die Investitionsthese der Sponsoren untersucht, die Unternehmensführung und die Diversität bewertet und auf mögliche Verstöße geprüft. Wir koppeln die Überprüfung auf Einhaltung von ESG-Kriterien außerdem an die Vergütung unseres Teams in einer unsere aktuellen Senior Fonds und waren damit unter den ersten im Markt für Fremdkapitalinvestoren, die so etwas getan haben.

Die DNA ändert sich nicht, aber die Chancen schon

Während unsere Anlagephilosophie konsistent bleibt und die Art und Weise, wie die finanziellen und nicht-finanziellen Risiken analysiert werden, seit fast einem Vierteljahrhundert im Wesentlichen gleichgeblieben ist analysieren wir den Markt und relevante strukturelle Veränderungen heraus.

Trotz der starken Rallye der Tech-Aktien in den letzten Jahren glauben wir, dass es noch mehr Nachfrage nach IT geben wird und wir glauben, dass wir mit unserem Fokus auf diesen Sektor gut positioniert sein sollten. Wir sehen uns auch das Thema Künstliche Intelligenz mit Interesse an. Dabei geht es nicht nur um neue Unternehmen, sondern auch um ihre potenziellen Auswirkungen auf bestehende Portfoliounternehmen - sowohl positiv als auch negativ.

Alle oben genannten Wertpapiere dienen nur illustrativen Zwecken und stellen keine Beratung, Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf dar. Alle Meinungen sind die des Autors zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich ändern.

Nur für professionelle Anleger. Jede Anlage birgt ein Risiko, einschließlich des Risikos eines Kapitalverlusts. MV Credit ist eine Tochtergesellschaft von Natixis Investment Managers.

In Deutschland und Österreich: Dieses Dokument wird von Natixis Investment Managers International oder ihrer Zweigniederlassung Natixis Investment Managers International, Zweigniederlassung Deutschland, bereitgestellt. Natixis Investment Managers International ist eine von der französischen Finanzaufsichtsbehörde AMF (Autorité des Marchés Financiers) unter der Nr. GP 90-009 zugelassen ist, und eine Aktiengesellschaft (société anonyme), die im Pariser Handels- und Gesellschaftsregister unter der Nr. 329 450 738. Eingetragener Sitz: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris. Eingetragener Sitz von Natixis Investment Managers International, Zweigniederlassung Deutschland (Handelsregisternummer: HRB 129507) ist: Senckenberganlage 21, 60325 Frankfurt am Main.

Kontakt und Autor:

Natixis Investment Managers
Senckenberganlage 21
60325 Frankfurt am Main

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

Patrick Sobotta

Geschäftsführer und Leiter der Region Zentral- und Osteuropa

Telefon: +49 151 424 956 88

E-Mail: patrick.sobotta@natixis.com

Das fehlende Puzzlestück in (vielen) europäischen Private-Debt-Portfolios

Investoren setzen in ihren Private-Market-Portfolios seit geraumer Zeit auch auf Privatkredite an Unternehmen mit Private Equity-Sponsoren - das Sponsorless-Segment* ist dagegen für viele noch Neuland. Ein Grund dafür sind verbreitete Fehleinschätzungen über die mit einem solchen Engagement verbundenen Risiken. Gut strukturierte Kredite an Kreditnehmer ohne Private-Equity-Sponsor können attraktive risikoadjustierte Renditen, einen robusten Schutz vor Wertverlusten und eine wertvolle Diversifikation bieten - vor allem, wenn die Kredite durch Vermögenswerte besichert sind und von einem Private Credit Manager vergeben werden, der über umfangreiche Erfahrung, das erforderliche Kompetenzprofil und den notwendigen Marktzugang verfügt.

Dieser Beitrag beleuchtet:

1. die Investitionschancen auf dem europäischen Markt für Mittelstandskredite ohne Private Equity-Sponsor,
2. weit verbreitete Fehleinschätzungen über die Risiken von Sponsorless-Finanzierungen,
3. die Vorteile einer Beimischung von Sponsorless-Krediten in einem Private-Debt-Portfolio.

In den letzten Jahren hat die strengere Regulierung in Europa dazu geführt, dass sich traditionelle Kreditgeber wie Banken aus dem Markt für Mittelstandskredite zurückgezogen haben. Dies hat zu einer Finanzierungslücke von schätzungsweise 400 Milliarden Euro im Markt für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) geführt - und zu einer Chance für Private Credit Manager, diese Lücke mit dringend benötigten alternativen Finanzierungsquellen zu schließen. Zusätzlich zu dieser strukturellen Finanzierungslücke führen die aktuellen Marktbedingungen zu einem erhöhten Bedarf an alternativen Finanzierungsmöglichkeiten durch spezialisierte Private Credit Manager. Dies gilt insbesondere für Kreditnehmer ohne Private-Equity-Sponsor sowie für Kreditnehmer/Transaktionen, die als komplex oder nicht standardkonform gelten. In einem solchen Umfeld können spezialisierte Private Credit Manager, die über die erforderlichen Origination-, Underwriting- und Execution-Kompetenzen verfügen, attraktive zweistellige Renditen erzielen, indem sie leistungsfähigen Unternehmen in einem unterversorgten Markt flexible Private-Credit-Lösungen anbieten. Durch die Besicherung mit den materiellen und immateriellen Vermögenswerten des Kreditnehmers profitieren diese Kredite von einer zusätzlichen Sicherheit. Dies ermöglicht es ihnen, attraktive, vertraglich garantierte Renditen in einem potenziell robusten Markt zu erzielen und gleichzeitig den Wert ihrer Vermögenswerte abzusichern.



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



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



Quelle: Euler Hermes.

Verbreitete Fehlwahrnehmungen

Sponsorless-Unternehmen sind klein und bonitätsschwach

Viele Investoren setzen „Sponsorless“¹ mit „klein und bonitätsschwach“ gleich. Zweifellos gibt es im Sponsorless-Segment tatsächlich viele kleine und bonitätsschwache Kreditnehmer - aber eben auch viele große Unternehmen mit sehr guter Bonität. Ob ein Kreditnehmer einen Private-Equity-Sponsor hat oder nicht, ist für uns nicht entscheidend. Viel wichtiger sind für uns die Bonität, ein gutes Management und hohe Buchwerte. Zum Glück für Sponsorless-Lending-Strategien gibt es im europäischen Mittelstand viele Unternehmen, die diese Kriterien erfüllen und eine flexible Finanzierung benötigen.

¹ Nur für professionelle Investoren und Finanzberater. Eine öffentliche Verbreitung ist genauso wenig gestattet wie die Verbreitung in einem Land, in dem dies den geltenden Gesetzen oder Vorschriften zuwiderlaufen würde. Der Begriff „Sponsorless“ bezieht sich auf Kreditnehmer, die sich im Besitz von Unternehmern, Familien oder Gesellschaftern befinden, bei denen es sich nicht um Private-Equity-Fonds handelt.

Das fehlende Puzzlestück in (vielen) europäischen Private-Debt-Portfolios

Ohne Sponsor Kreditvergabe zu riskant

Sponsorless-Transaktionen profitieren naturgemäß nicht von der Unterstützung eines Private-Equity-Sponsors, sind aber nicht zwangsläufig risikoreicher. Die Verantwortung für das Underwriting liegt direkt beim Private Credit Manager, der über ausgewiesene Strukturierungsexpertise verfügen und einen Private Equity ähnlichen Ansatz verfolgen sollte.

Darüber hinaus befinden sich viele Kreditnehmer ohne Private-Equity-Sponsor im Besitz von Gründern und Familien, die in der Regel alles in ihrer Macht Stehende tun, um ihr Unternehmen zu schützen. Das kann man von Private-Equity-Eigentümern nicht immer behaupten - wenn sie zu dem Schluss kommen, dass ihren wirtschaftlichen Interessen nicht gedient ist, können sie weitere finanzielle Unterstützung verweigern und den Stab an die Gläubiger weiterreichen. Wir halten daher die Qualität des Kreditnehmers und die gestellten Sicherheiten für wichtiger als die Frage, ob ein Unternehmen einen Private-Equity-Sponsor hat oder nicht.

Die Komplexität des Marktes macht eine Kreditvergabe unwirtschaftlich

Für Manager, die über die notwendige Kompetenz und Expertise in den komplexen Zusammenhängen dieses Marktes verfügen, zahlt sich eine Sponsorless-Lending-Strategie aus. Die bereits erwähnte Finanzierungslücke von geschätzten 400 Mrd. EUR stellt eine große Marktchance dar, die durch das aktuelle Marktumfeld noch vergrößert wird. Für eine wirtschaftlich rentable Sponsorless-Lending-Strategie muss ein Manager nur einen Bruchteil der verfügbaren Investitionsmöglichkeiten nutzen. Wichtig sind ein spezialisiertes Origination-Netzwerk sowie Underwriting- und Execution-Kompetenzen. Wenn alle drei Faktoren gegeben sind, halten wir es durchaus für möglich, über einen Zeitraum von mehreren Jahren besicherte Kredite im Wert von mehreren Milliarden Euro zu vergeben und damit eine wirtschaftlich tragfähige Anlagestrategie anzubieten, die auf eine attraktive Diversifikation und risikoadjustierte Rendite abzielt.

Vorteile einer Beimischung von Sponsorless-Krediten in einem Private-Debt-Portfolio

Ein Engagement in einem großen, noch wenig erschlossenen Anlageuniversum kann die Diversifizierung verbessern

Während größere Kreditnehmer mit Private-Equity-Sponsoren oft die Wahl zwischen mehreren Managern haben, die um den gleichen Deal konkurrieren, ist das Segment ohne Sponsor ebenso vielfältig wie unerschlossen. Aufgrund der bereits genannten Gründe sind viele kleine und mittlere Unternehmen in Europa ohne Private-Equity-Sponsor auf der Suche nach flexiblen alternativen Finanzie-

rungslösungen. Diese Kreditnehmer sind oft nicht auf den ersten Blick zu finden, da sie über kleine und mittelgroße Städte in ganz Europa verstreut sind, z.B. Birmingham in Großbritannien, Aachen in Deutschland und Sevilla in Spanien. Da die Zahl der potenziellen Kreditnehmer ohne Private-Equity-Sponsor weitaus größer ist als die Zahl der gesponserten Kreditnehmer, ergibt sich für Investoren eine deutlich breitere Vielfalt an Opportunitäten. Dies wiederum kann zu Investitionen mit einer deutlich geringeren Korrelation zu anderen Kreditstrategien führen.

Ein maßgeschneidertes Asset Backing kann eine bessere Absicherung gegen Wertverluste bieten

Ein neuerer Trend auf dem Markt für Sponsored Direct Lending ist die zunehmende Bedeutung von „Covenant-Lite“-Transaktionen mit geringerem Gläubigerschutz. Darüber hinaus wurde der Markt für Sponsored Direct Lending in der Vergangenheit von Cash-Flow-Krediten dominiert, die nur begrenzt oder gar nicht durch Vermögenswerte besichert waren. Im Gegensatz dazu können Private Credit Manager bei Sponsorless-Transaktionen sicherstellen, dass der Kreditvertrag ausreichende Covenants enthält und materielle und immaterielle Sicherheiten gestellt werden. Gerade im aktuellen unsicheren makroökonomischen Umfeld gewinnt dies zunehmend an Bedeutung.

Weniger Wettbewerb bedeutet bessere Kreditkonditionen

Im Gegensatz zum europäischen Sponsored-Direct-Lending-Markt, auf dem es eine Reihe etablierter Private Credit Manager gibt, ist der europäische Sponsorless-Markt mit nur wenigen Managern noch relativ unterentwickelt. Dies führt dazu, dass Private Credit Manager bei Sponsorless-Transaktionen in der Regel bessere finanzielle Konditionen in Bezug auf Gebühren und Verzinsung, Strukturierung, Financial Covenants und Besicherung erzielen können.

Der Hauptgrund für den geringeren Wettbewerb liegt in den höheren Markteintrittsbarrieren, insbesondere bei der Anbahnung und Abwicklung von Transaktionen. Das Sourcing attraktiver Sponsorless-Transaktionen erfordert ein differenziertes Modell, das auf der direkten Anbahnung von Transaktionen über ein gewachsenes Netzwerk kleinerer lokaler Marktberater und Broker basiert, die häufig in kleineren Städten ansässig sind. Dies ist ein arbeitsintensiver Prozess und der Aufbau eines solchen Netzwerkes dauert in der Regel mehrere Jahre. Neben der spezifischen Sourcing-Kompetenz stellt der Bedarf an Private Equity- und Workout-Expertise eine erhebliche Hürde für potenzielle Neueinsteiger in den Markt dar.

Das fehlende Puzzlestück in (vielen) europäischen Private-Debt-Portfolios

Erhebliches Potenzial für höhere risikoadjustierte Renditen

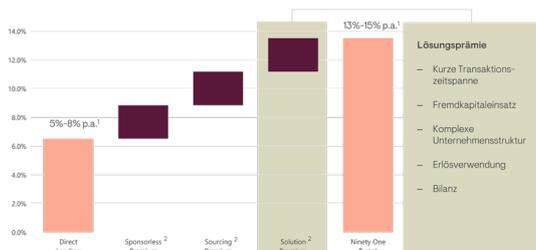
Im Markt für Sponsorless Private Credit besteht derzeit ein deutliches Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage. Der fehlende Wettbewerb ist ein wesentlicher Grund dafür, dass Private Credit Manager in diesem Bereich potenziell höhere risikoadjustierte Renditen erzielen können als mit Sponsored-Direct-Lending-Strategien.

In der Vergangenheit haben KMU ohne Private-Equity-Sponsor ihren Finanzierungsbedarf entweder über Banken oder über die Aufnahme von Eigenkapital gedeckt, da diese Unternehmen in der Regel zu klein sind, um die Kapitalmärkte in Anspruch zu nehmen. In der Abwesenheit von Bankfinanzierungen und um die Aufnahme von Eigenkapital zu vermeiden, sind nicht-gesponserte Kreditnehmer bereit, einen Aufschlag für eine flexible und maßgeschneiderte Finanzierung zu zahlen. Im Gegenzug für schnelle und individuelle Finanzierungslösungen können Private Credit Manager gute Konditionen aushandeln und potenziell attraktive risikoadjustierte Renditen durch eine Kombination aus Bereitstellungsgebühren, Bar- und PIK-Kupon sowie Wertsteigerungspotenzialen durch Eigenkapitalbeteiligungen erzielen. Im Vergleich zum deutlich wettbewerbsintensiveren Markt für Sponsored Direct Lending können Investoren damit deutlich höhere risikoadjustierte Renditen erreichen.

Vergleich des Sponsorless- und Sponsored-Anlageuniversums

	Asset-Backed (Sponsorless)	Direct Lending (Sponsored)
Eintrittshürden & Wettbewerb	Hoch Gering	Moderat Hoch
Besicherung & Gläubigerschutz	Ja Hoch	Selten Unterschiedlich
Typische Rendite	ca. 15%	Hoher einstelliger Bereich

Proprietäres Sourcing und maßgeschneiderte Finanzierungslösungen – indikative Unlevered IRR (brutto) und Renditeprämien



Ziele werden möglicherweise nicht erreicht. Verluste sind möglich.

¹ Angestrebte Unlevered IRR (brutto). Weitere Informationen zu den Performancezielen finden Sie im Abschnitt „Wichtige Hinweise“.

² Indikative Renditeprämien, die sich aus Investitionen in Unternehmen ohne Private Equity-Sponsor, aus Offmarket-Investments und aus der Strukturierung flexibler Finanzierungslösungen ergeben können.

Kontakt und Autoren:

Ninety One Luxembourg S.A. – German Branch
Bockenheimer Landstraße 23
60325 Frankfurt am Main

www.ninetyone.com

Maik Fechner

Co-Head Central & Northern Europe

Telefon: 069 715 85 902

E-Mail: Maik.Fechner@ninetyone.com

Julian Wess

Sales Manager

Telefon: 069 715 85 903

E-Mail: Julian.Wess@ninetyone.com

Warum die Unternehmensgröße eine Rolle spielt im Direct Lending

Der Private Debt Markt ist im Zuge der Suche nach höheren Renditen über den letzten Jahren erheblich gewachsen. Die Direktvergabe von Krediten (Direct Lending), mit Hilfe welcher Unternehmen ohne Beteiligung einer Bank Kredite von einer kleinen Gruppe von Kreditgebern aufnehmen, macht mittlerweile den größten Teil (46 %) des 1,7 Billionen US-Dollar schweren Privatkreditmarktes in den USA aus.

Allerdings gibt es bei der Vergabe von „Direktkrediten“ wesentliche Unterschiede: Die Unternehmensgröße des Kreditnehmers kann das potenzielle Risiko und die schlussendliche Rendite für Endanleger erheblich beeinflussen. Kleinere Kreditnehmer sind bei Konjunkturabschwüngen anfälliger für Zahlungsausfälle. Im Gegensatz dazu können größere Kreditnehmer – oft definiert als Unternehmen mit einem Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) von mehr als 50 Millionen US-Dollar – ihre Werthaltigkeit für Kreditgeber in schwierigen Marktlagen oft besser bewahren.

Größere Kreditnehmer haben in den letzten Jahren auch vom Wachstum der Privatmärkte profitiert, welche nun robust genug sind, um größeren Kreditnehmern umfassende Lösungen anzubieten. Diese Lösungen bieten Kreditnehmern Vorteile, darunter bessere, maßgeschneiderte Kreditstrukturen, Planungssicherheit bei der Konditionierung, eine direkte Partnerschaft mit Kreditgebern und den Zugang zu Finanzierungen in volatilen Märkten.

Typische Merkmale größerer Kreditnehmer

Größere Unternehmen sind oft in der Lage ihre Schulden auch in schwierigen Marktlagen zu bedienen. Zu diesen Vorteilen gehören:



Größenvorteile/Breite: Größere Kreditnehmer verfügen in der Regel über größere Marktanteile und diversifizierte Einnahmequellen, was ihre Widerstandsfähigkeit gegenüber Konjunkturabschwüngen, hoher Inflation und externen Schocks wie zum Beispiel dem Ausbruch der COVID-19-Pandemie erhöhen kann.



Preismacht: Aufgrund ihrer Größe sind größere Kreditnehmer oft in der Lage, mit Kunden und Lieferanten zu verhandeln, um Preiserhöhungen umzusetzen und anderweitig die Kosten über verschiedene Konjunkturzyklen hinweg zu kontrollieren.



Erfahrenes Management: Größere Kreditnehmer verfügen in der Regel über erfahrenere Management-Teams, die besser in der Lage sind, strategische und finanzielle Ziele umzusetzen und betriebliche sowie Herausforderungen am Markt zu navigieren.



Eric Muller

Portfolio Manager und Partner, Chief Executive Officer - Business Development Companies, OHA



Thomas S. Wong

Portfolio Manager und Partner, OHA



Skaleneffekte: Wenn Kreditnehmer größer werden, profitieren sie häufig von Skaleneffekten, welche die Betriebsmargen steigern und den Cashflow / Gewinn steigern können. Diese Effizienzsteigerungen können die Kreditwürdigkeit eines größeren Kreditnehmers verbessern.



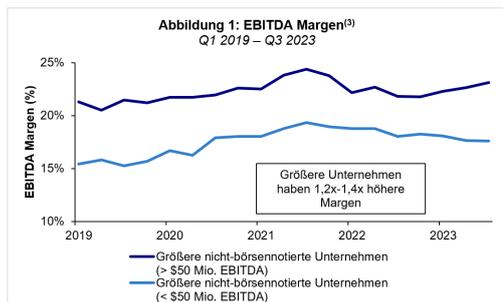
Operative Flexibilität: Größere Kreditnehmer sind oft in der Lage, ihre Lieferketten anzupassen und zu verwalten, um den Betrieb bei potenziellen Störungen zu stabilisieren und aufrechtzuerhalten, und verfügen in der Regel über größere Ressourcen für Forschung und Entwicklung.



Finanzielle Ressourcen: Größere Unternehmen haben Zugriff auf umfassendere und diversifizierte Finanzressourcen, welche die sie in die Lage versetzen, sich an veränderte Marktbedingungen anzupassen.

Zusammenfassend glauben wir, dass größere Unternehmen in einer besseren Position sind, ihre Schulden zu bedienen und Werthaltigkeit für Kreditgeber im Falle einer Restrukturierung zu steigern. Auf den folgenden Seiten führen wir mehrere Kennzahlen aus – darunter höhere EBITDA-Margen, eine stärkere EBITDA-Resilienz und geringere Ausfallquoten –, welche die relative Stärke größerer Unternehmen belegen.

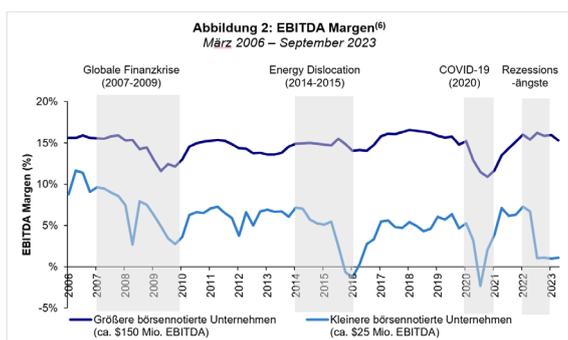
Warum die Unternehmensgröße eine Rolle spielt im Direct Lending



Höhere EBITDA-Margen

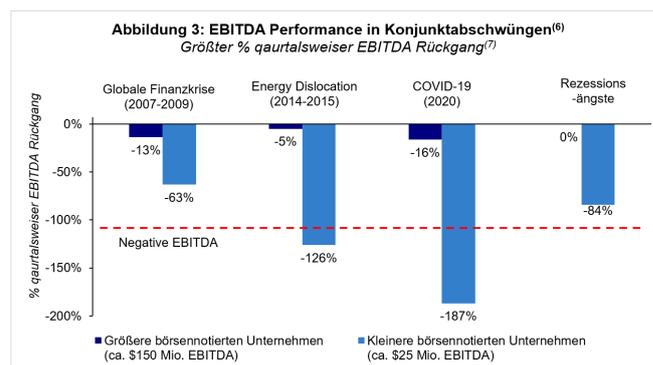
Aktuelle Daten zu privaten Schuldtilemissionen zeigen, dass größere Unternehmen im Vergleich zu kleineren Unternehmen durchweg höhere EBITDA-Margen aufweisen. Wie in Abbildung 1 dargestellt, waren die EBITDA-Margen größerer Unternehmen 1,2- bis 1,4-mal höher als bei kleineren Unternehmen, welche weniger als 50 Millionen US-Dollar an EBITDA jährlich erwirtschaften. Unternehmen mit höheren EBITDA-Margen verfügen im Allgemeinen über effizientere Kostenstrukturen und generieren mehr Barmittel/Cash. Daher sind wir davon überzeugt, dass diese Unternehmen ihre Schulden besser bedienen können und von größerer finanzieller Stabilität und Widerstandskraft bei wirtschaftlichem Gegenwind profitieren.

Für eine längere historische Perspektive über ein breiteres Spektrum von Unternehmen ist der Blick auf die finanzielle Performance verschiedener Aktienindexbestandteile hilfreich. In der folgenden Analyse spiegeln „Größere börsennotierte Unternehmen“ die Unternehmen des Russell Midcap Index wider, welche ein durchschnittliches EBITDA von etwa 150 Millionen US-Dollar haben. „Kleinere börsennotierte Unternehmen“ spiegeln Unternehmen im Russell Microcap Index wider, welche ein durchschnittliches EBITDA von etwa 25 Millionen US-Dollar pro Jahr haben. Abbildung 2 zeigt, dass größere Unternehmen im Vergleich zu kleineren Unternehmen durchweg höhere Margen erwirtschaftet haben. Diese höheren Margen können auf höhere Marktanteile, mehr Kontrolle über die Lieferketten, eine bessere Markt-/Preissetzungsmacht und Skaleneffekte für größere Unternehmen hinweisen. Die Margen größerer Unternehmen waren über einen längeren Zeitraum hinweg auch stabiler, insbesondere auch in Zeiten von Marktturbulenzen.



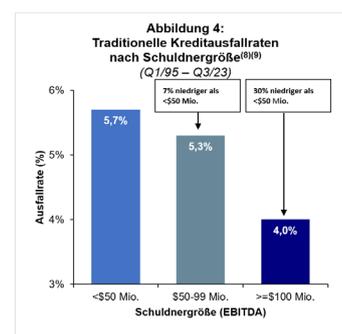
Stärkere EBITDA-Resilienz

Größere Unternehmen sind generell in der Lage, schwierigen Wirtschafts- und Marktbedingungen besser standzuhalten. In jeder der vier Schlüsselperioden wirtschaftlicher Verwerfungen der letzten 15 Jahren übertrafen die EBITDA-Rückgänge kleinerer Unternehmen deutlich die EBITDA-Rückgänge größerer Unternehmen (Abbildung 3) in den oben genannten Aktienindizes. Der Cashflow kleinerer Unternehmen wurde während der Energiekrise in den Jahren 2014 bis 2015 und der COVID-19-Pandemie besonders hart getroffen. Mit einem vierteljährlichen EBITDA-Rückgang von mehr als 100% während dieser beiden Wirtschaftsschocks verzeichneten kleinere Unternehmen einen negativen Cashflow im Vergleich zu größeren Unternehmen, die trotz Verwerfungen positiv blieben, was durch einen EBITDA-Rückgang von weniger als 100% dargestellt ist. Dies deutet darauf hin, dass die Kreditvergabe an größere Unternehmen im Allgemeinen ein geringeres Verlustrisiko mit sich bringt.



Niedrigere traditionelle Kreditausfallraten

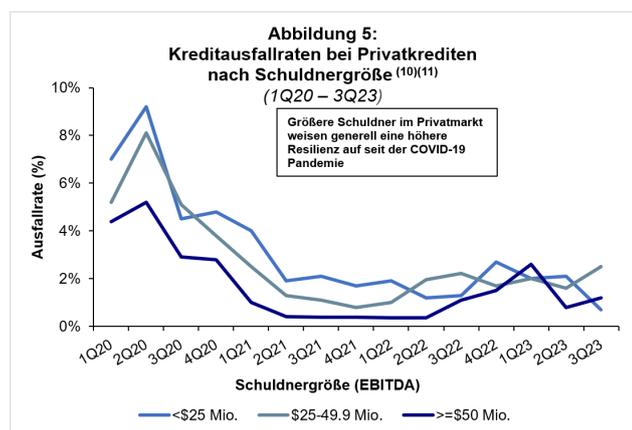
Niedrigere Ausfallraten bei größeren Unternehmen zeugen von einem stärkerem Kreditprofil. Abbildung 4 zeigt, dass größere Kreditnehmer im Vergleich zu kleineren Kreditnehmern zwischen 1995 und 2023 eine um 30% niedrigere Ausfallrate hatten. Wir glauben, dass diese langfristigen Ergebnisse zeigen, dass größere Unternehmen besser durch Marktzyklen navigieren konnten.



Warum die Unternehmensgröße eine Rolle spielt im Direct Lending

Niedrigere Ausfallraten bei Privatkrediten

Da Privatkredite in den USA als Anlageklasse bereits ausgereift sind, stehen nun Datenpunkte zu Ausfallraten bei Privatfinanzierungen zur Verfügung. Auch seit der Pandemie verzeichneten größere Kreditnehmer bei Privatkrediten niedrigere Ausfallraten während Zinssätze und Inflation anstiegen (Abbildung 5).



Insgesamt können Investitionen in Direktkredite, die sich auf größere Unternehmen konzentrieren, einen relativ stabilisierenden Faktor darstellen. Die historische Performance deutet darauf hin, dass größere Unternehmen aufgrund der oben erläuterten Merkmale weniger anfällig für einen Zahlungsausfall in schwierigen Marktumgebungen sind. Zu diesen Merkmalen können unter anderem vielfältige Einnahmequellen, eine bessere Marktmacht/Preissetzungsmacht und bessere Skaleneffekte gehören, die bei größeren Unternehmen zu stabileren Cashflows führen.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keinen Rückschluss auf zukünftige Ergebnisse zu. Weitere Endnoten finden Sie im Anhang. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger im Sinne der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (2011/61/EU) und/oder der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (2014/65/EU).

Appendix und Endnoten

- 1.) Quelle: Preqin, Stand: 30. Juni 2023.
- 2.) Die EBITDA-Marge ist definiert als der Betriebsgewinn eines Unternehmens als Prozentsatz seines Umsatzes.
- 3.) Quelle: Lincoln International, Stand: 30. September 2023. Größere Unternehmen sind definiert als Unternehmen mit einem LTM-EBITDA (letzte 12 Monate) von mehr als 50 Millionen US-Dollar. Als kleinere Unternehmen gelten Unternehmen mit einem LTM-EBITDA von weniger als 50 Millionen US-Dollar. Mittleres EBITDA für proprietäre Privatmarktdaten der Lincoln International Valuations and Opinions Group (VOG). Enthält vierteljährlich die gleichen Unternehmen.
- 4.) Russell Midcap Index: Besteht zum 30. September 2023 aus den 800 Unternehmen mit der kleinsten Marktkapitalisierung im Russell 1000 Index, der die 1.000

Unternehmen mit der größten Marktkapitalisierung im Russell 3000 enthält. Der Russell 3000 besteht aus den 3.000 größten börsennotierten US-Unternehmen nach Marktkapitalisierung.

5.) Russell Microcap Index: Besteht zum 30. September 2023 aus den 1.000 Unternehmen mit der kleinsten Marktkapitalisierung im Russell 2000 sowie den nächsten 1.000 Unternehmen mit kleinerer Marktkapitalisierung.

6.) Quelle: OHA-Analyse von Bloomberg-Daten vom 30. September 2023. Größere Kreditnehmer repräsentieren Unternehmen im Russell Midcap Index, die ein durchschnittliches EBITDA von 150 Millionen US-Dollar haben. Kleinere Kreditnehmer repräsentieren Unternehmen im Russell Microcap Index, die ein durchschnittliches EBITDA von 25 Millionen US-Dollar haben.

7.) Stellt den größten EBITDA-Rückgang im Vergleich zum Vorquartal dar (d. h. die geringste negative prozentuale EBITDA-Änderung gegenüber dem Vorquartal).

8.) Quelle: Pitchbook LCD, Stand: 30. September 2023. Die angezeigten Daten stammen aus dem LCD Default Review 3Q23. Umfasst Kredite, die zwischen dem 1. Quartal 1995 und dem 3. Quartal 2023 abgeschlossen wurden. Die Ausfallraten werden berechnet, indem die Anzahl der ausgefallenen Kredite durch die Gesamtzahl der Kredite im Index dividiert wird.

9.) LCD-Ausfallüberprüfung: Stand 30. September 2023, umfasst etwa 544 institutionelle Kreditausfälle aus den Jahren 1998 bis 2023.

10.) Quelle: Proskauer Private Credit Default Index, Stand 30. September 2023. Die Ausfallraten werden berechnet, indem die Anzahl der ausgefallenen Kredite durch die Gesamtzahl der Kredite im Index dividiert wird.

11.) Proskauer Private Credit Default Index: Zum 30. September 2023 etwa 970 aktive, auf US-Dollar lautende vorrangig besicherte und Unitranchen-Darlehen. Die Ausfallraten werden berechnet, indem die Anzahl der ausgefallenen Kredite durch die Gesamtzahl der Kredite im Index dividiert wird. Der Index umfasst Kredite, die einer Zahlungs-, Finanzvereinbarung oder einem Insolvenzverfahren unterliegen, Kredite, die ansonsten in Verzug sind, wenn der Ausfall voraussichtlich länger als 30 Tage andauern wird (unwesentliche Ausfälle ausgenommen), und Kredite, die in Erwartung eines Zahlungsausfalls geändert wurden. Es wird davon ausgegangen, dass ein Zahlungsausfall zum frühesten der folgenden Zeitpunkte eintritt:

- a) Das Datum, an dem eine Schuldenzahlung versäumt wurde
- b) Das Datum, an dem eine notleidende Umstrukturierung stattfindet
- c) Das Datum, an dem der Kreditnehmer Insolvenz angemeldet hat oder dazu gezwungen wurde
- d) Das Datum, an dem ein Financial Covenant-Ausfall eintritt
- e) Das Datum, an dem ein Ausfall eintritt, wenn dieser voraussichtlich länger als 30 Tage andauern wird (unwesentliche Ausfälle ausgenommen)
- f) Das Datum, an dem das Darlehen in Erwartung eines Zahlungsausfalls geändert wird
- g) Für die Zwecke des Index gilt: Wenn ein Kreditnehmer aus der Insolvenz wieder hervorgeht oder seine ausgefallenen Schulden auf andere Weise umstrukturiert und die regelmäßige und pünktliche Zahlung aller seiner Schulden wiederherstellt, wird der Kreditnehmer ab dem Datum des Entstehens oder der Umstrukturierung als nicht ausgefallener Kreditnehmer neu eingestuft.

Appendix und Endnotes (fortgeführt, englisch)

Warum die Unternehmensgröße eine Rolle spielt im Direct Lending

Key Risks and Disclosures

For informational purposes only and does not constitute an offer to sell or a solicitation of an offer to buy any securities or partnership interests described herein.

Opinions and estimates offered herein constitute the judgment of OHA as of the date this document is provided to you (unless otherwise noted) and are subject to change, as are statements about market trends. All opinions and estimates are based on assumptions, all of which are difficult to predict and many of which are beyond the control of OHA in addition, any calculations used to generate the estimates were not prepared with a view towards public disclosure or compliance with any published guidelines. In preparing this document, OHA has relied upon and assumed, without independent verification, the accuracy and completeness of all information. OHA believes that the information provided herein is reliable; however, it does not warrant its accuracy or completeness.

This document may contain, or may be deemed to contain, forward-looking statements, which are statements other than statements of historical facts. By their nature, forward-looking statements involve risks and uncertainties because they relate to events and depend on circumstances that may or may not occur in the future. The future of investment results of the investments described herein may vary from the results expressed in, or implied by, any forward-looking statements included in this document, possibly to a material degree.

This document is not to be distributed without the prior written consent of OHA.

Credit disclosure: All investment involve risk, including possible loss of principal. Fixed-income securities are subject to credit risk, liquidity risk, call risk, and interest rate risk. As interest rates rise, bond prices generally fall. Investments in high yield bonds involve greater risk of price volatility, illiquidity, and default than higher-rated debt securities.

Important Information

This material is provided for informational purposes only and is not intended to be investment advice or a recommendation to take any particular investment action.

The views contained herein are those of the authors as of January 2024 and are subject to change without notice; these views may differ from those of other T. Rowe Price associates.

This information is not intended to reflect a current or past recommendation concerning investments, investment strategies, or account types, advice of any kind, or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or investment services. The opinions and commentary provided do not take into account the investment objectives or financial situation of any particular investor or class of investor. Please consider your own circumstances before making an investment decision.

Information contained herein is based upon sources we consider to be reliable; we do not, however, guarantee its accuracy.

Past performance is not a reliable indicator of future performance. All investments are subject to market risk, including the possible loss of principal. All charts and tables are shown for illustrative purposes only.

T. Rowe Price Investment Services, Inc. OHA is a T. Rowe Price company.

© 2024 T. Rowe Price. All Rights Reserved. T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE, and the Bighorn Sheep design are, collectively and/or apart, trademarks of T. Rowe Price Group, Inc.

Kontakt und Autoren:

OHA - Oak Hill Advisors

www.oakhilladvisors.com

Tomer Sofer

Principal, deutschsprachiger Raum

Telefon: +44 20 7968 3670

E-Mail: londonclientcoverage@oakhilladvisors.com

Eric Muller

*Portfolio Manager und Partner, Chief Executive Officer—
Business Development Companies, OHA*

Thomas S. Wong

Portfolio Manager und Partner, OHA

Direct Lending in unsicheren Zeiten

Für Gläubiger mag das aktuelle wirtschaftliche Umfeld schwierig sein, aber nicht unbedingt für diejenigen, die Direktkredite vergeben. Wir sind der Meinung, dass der geringere Wettbewerb aus dem traditionellen Bankensektor, die Möglichkeit, Unternehmen mit starken Bilanzen auszuwählen, und die hohen Renditen bei Direktkrediten aktuell einen idealen Einstiegszeitpunkt darstellen könnten.

Während der Markt mit Zinssenkungen im Jahr 2024 rechnet, sind die heutigen Leitzinsen - als Ausgangspunkt - weiterhin hoch. Zusammen mit der hartnäckigen Inflation und dem schwachen Wirtschaftswachstum mag dies nicht gerade nach idealen Investmentbedingungen klingen. Für Private Debt, das heißt die direkte Kreditvergabe an Unternehmen, ist das Klima jedoch günstiger als es auf den ersten Blick scheint.

Eine Analyse der Anlagerenditen über die Konjunkturzyklen der letzten 20 Jahre bestätigt unsere These. Direct-Lending-Strategien, die in schwierigen wirtschaftlichen Zeiten aufgelegt wurden, sogenannte „In-Cycle“ Vintages, erzielten überdurchschnittliche Renditen (siehe Abb. 1).

Dafür gibt es mehrere Gründe:

Erstens: Wenn die Zinsen hoch sind und die Wirtschaft sich abkühlt, haben Investoren den Vorteil, dass sie ihr Geld zu höheren Zinssätzen zur Verfügung stellen können.

Zweitens: In Zeiten angespannter Kreditbedingungen reagieren die Unternehmen mit einer Stärkung ihrer Bilanzen – was letztlich die Risiken für die Kreditgeber reduziert.

Drittens: Kredite, die in Zeiten wirtschaftlicher Unsicherheit gewährt werden, sind in der Regel mit einem verstärkten Schutz für die Kreditgeber verbunden.

Bessere Konditionen, defensive Sektoren

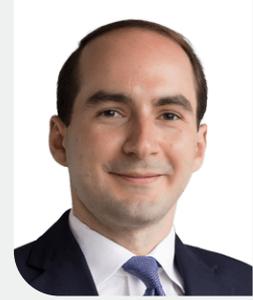
Zunächst einmal bleiben die Zinssätze für Investoren attraktiv. Die Renditen europäischer Kredite liegen immer noch über 11%, verglichen mit 7% Mitte 2022.

Das liegt in erster Linie daran, dass private Kredite in der Regel variabel verzinst sind, wobei der Barkupon in der Regel alle 30 bis 90 Tage neu festgelegt wird – ein wichtiges Merkmal in einer Zeit, in der die Leitzinsen in Europa wahrscheinlich noch einige Zeit hoch bleiben werden.

Zweitens weisen Unternehmen, die Direktkredite aufnehmen möchten, in der Regel eine stärkere Finanzdisziplin auf als es in der Vergangenheit der Fall war.



Andreas Klein
Head of Private Debt
Pictet Asset Management



Conrad Manet
Client Portfolio Manager
Pictet Asset Management

Heute gibt es viele Unternehmen in Europa, die recht konservative Bilanzen haben oder deren Verschuldungsgrad bei etwa 2–3 liegt. Das ist eine deutliche Verbesserung gegenüber dem, was Direktkreditgeber gewöhnt sind.

Vor dem Beginn des letzten Zinserhöhungszyklus war es nicht ungewöhnlich, dass Private Debt Fonds Kredite an Unternehmen mit einem Verschuldungsgrad von 7 vergaben.

Das lässt darauf schließen, dass die bevorstehende Welle an Refinanzierungsaktivitäten in Europa neuen Kreditgebern die Möglichkeit bieten dürfte, fundamental solide Unternehmen mit konservativen Bilanzen auf einem attraktiveren, kreditgeberfreundlichen Renditelevel zu rekapitalisieren. Da in den nächsten Jahren europäische Kredite in Höhe von rund 40 Mrd. Euro fällig werden, dürften die Private-Credit-Vintages 2023 und 2024 zusätzlichen Rückenwind bekommen¹. Das macht die direkte Kreditvergabe letztendlich viel attraktiver als noch vor 24 oder auch 12 Monaten.

IN-CYCLE-PHASEN	SPREAD (IRR MINUS BASISSATZ)	DURCHSCHNITTLICHER SPREAD 2000-2021 (OHNE ZYKLEN)	RELATIVE OUTPERFORMANCE VON IN-CYCLE-VINTAGES
2000-2002	7.9%	7.7%	+0.2%
2008-2010	8.8%	7.7%	+1.0%
2020-2021	9.0%	7.7%	+1.3%

Abb. 1 – Vorteil von „In-Cycle“ Strategien Renditen von „In-Cycle“ Direct Lending im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt. Daten für vorrangig besicherte Direct Lending Fonds in Industrieländern. Quelle: Preqin, Bloomberg, Pictet Asset Management. Daten beziehen sich auf den Zeitraum 01.01.2000–31.12.2021

Schließlich werden auch die Bedingungen, zu denen Kredite gewährt werden, günstiger. Im Gegensatz zu den Vorjahren bekommen Unternehmen nicht mehr so einfach Covenant-Lite-Kredite von den Banken².

¹ Pitch book, Barclays, 31.12.2023.

² Kredite ohne Maintenance Covenants.

Direct Lending in unsicheren Zeiten

Das liegt daran, dass Geschäftsbanken in Europa ihre Kreditvergabe zurückgefahren haben. Daten der Europäischen Zentralbank zufolge sind die Kreditvergabestandards seit 2022 erheblich gestiegen, insbesondere für Kredite an KMU, wobei ein wachsender Anteil der Kreditanträge von Unternehmen abgelehnt wird³.

So haben viele Unternehmen keine andere Wahl, als die viel strengeren Bedingungen von Private Debt Fonds zu akzeptieren.

Dazu gehören strengere Vorschriften, die ein akzeptables Maß an finanzieller Verschuldung und ein vernünftiges Ausgabenniveau vorsehen, sowie strengere Covenants. Dadurch soll der Schutz der Gläubiger verbessert werden, aber letztendlich werden die Unternehmen auch beim Aufbau starker und nachhaltiger Geschäftsmodelle unterstützt. Aufgrund der Stärkung des Schutzes der Kreditgeber, der Verbesserung der Kreditqualität der Kreditnehmer und der günstigeren Preisgestaltung für Kredite halten wir die Möglichkeiten des Direct Lending jetzt für attraktiver als noch vor einigen Jahren.

Unter anderem aus diesen Gründen hat die Pictet AM Strategy Unit Private Debt als eine der vielversprechendsten Anlagemöglichkeiten der nächsten fünf Jahren identifiziert und prognostiziert durchschnittliche Renditen im oberen einstelligen Bereich in Europa – deutlich über dem, was High-Yield-Anleihen sowohl absolut als auch risikobereinigt bieten ([klicken Sie hier und lesen Sie unseren Secular Outlook](#)).

Keine „Altlasten“ – Chance für Erstfonds

Investoren, die Kapital in Private Debt Newcomer-Strategien investieren, können auf potenziell noch höhere Renditen hoffen.

First Vintages konzentrieren ihre Kreditvergabeaktivitäten in der Regel auf neue Nischen, die mehr Möglichkeiten bieten. (Wir sehen eine solche Nische bei kleinen und mittelgroßen europäischen Unternehmen ohne Sponsor, die von traditionellen Private Debt Fonds häufig ignoriert werden, weil größere Private-Equity-gestützte Transaktionen für sie interessanter sind.)

Darüber hinaus haben Newcomer nicht mit Schuldnern zu kämpfen, die die höheren Kreditkosten nicht tragen können, da sie nach einer Phase starken Zinsanstiegs ganz neu anfangen können. Anders sieht es bei älteren größeren Direct Lending Portfolios aus, die angesichts der rasanten Verschärfung der Geldpolitik durch die Zentralbanken zwangsläufig ausfallgefährdete Assets enthalten. Die Bewältigung solcher Probleme ist sehr zeitaufwändig für die Kre-

ditportfoliomanager und sie haben dadurch weniger Zeit für die Anbahnung und Auswahl – beides ist aber entscheidend für den langfristigen Anlageerfolg.

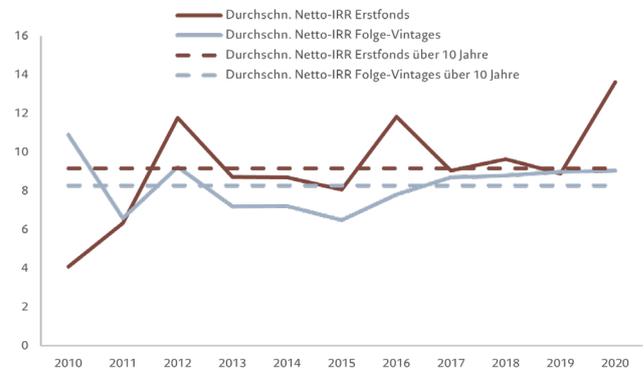


Abb. 2 – Wachstumsschub für Newcomer Interne Netto Rendite (IRR) für vorrangig besicherte Direct Lending Fonds in Industrieländern, in %. Quelle: Preqin, Pictet Asset Management. Nur zur Veranschaulichung. Daten beziehen sich auf den Zeitraum 01.01.2010–31.12.2020.

Erstfonds profitieren von diesen günstigen Rahmenbedingungen und sind somit hervorragend aufgestellt, um die Chancen am aktuellen Markt zu nutzen und attraktive risikobereinigte Renditen zu erzielen.

Kontakt:

Pictet Asset Management (Europe) S.A.
Neue Mainzer Strasse 2-4
60311 Frankfurt

Telefon: +49 69 79 5009 1224

Frank Böhmer
Head of Institutional – Germany
Telefon: +49 69 79 5009 1224
E-Mail: fbohmer@pictet.com

³ https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/ecb.blurvey-y2023q3~b960111b2d.en.html

Die Renaissance des Nachrangs

Nachrang-Finanzierungen, bzw. darauf spezialisierte Fonds, genießen in letzter Zeit erhöhte Beachtung. So wurden im Jahr 2023 allein USD 41 Mrd. für diese Strategien gezeichnet, was 54% über dem Wert von 2022 liegt. Dies entsprach 24% des gesamten Zeichnungsvolumens im Private Debt Sektor. Nach neuesten Schätzungen hat sich die Zahl der Nachrangtransaktionen im Jahr 2023 um etwa 20% gegenüber dem Vorjahr erhöht, obwohl sich die Anzahl aller Finanzierungen reduziert hat. Worauf ist diese „Renaissance“ – sogenanntes „Mezzanine“ war bekanntlich früher schon einmal ein wichtiger Bestandteil von Finanzierungen – zurückzuführen und was macht Nachrangfinanzierungen insgesamt so attraktiv für Investoren?

In Deutschland waren es bis zur Finanzkrise vor allem Banken, die Nachrangkapital ausreichten. Mit der Implementierung von Basel III haben diese sich jedoch aus dem Geschäft zurückgezogen, da die regulatorisch geforderte, hohe Eigenkapitalunterlegung der Darlehen prohibitiv teuer wurde. Es war genau diese Marktlücke, die die Gründer von Rantum Capital 2013 veranlasste, den ersten Private Debt Fund mit Fokus auf Nachrangfinanzierungen aufzusetzen. Zielgruppe der Darlehensnehmer waren Mittelständler im DACH-Raum. Rantum positionierte sich als Lösungsanbieter für Kapitalbedarf in Sondersituationen wie zum Beispiel Add-On Akquisitionen, Wachstumsinvestitionen, Generationswechsel oder den Auskauf von Mitgesellern, wenn die von den konservativen Hausbanken gewährten Kredite dafür nicht ausreichten. Vertraglich reiht sich Rantum dazu in der Regel strukturell hinter den Banken ein.

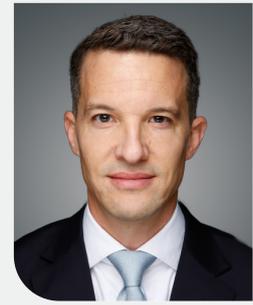
In den letzten Jahren hat auch die Unitranche als Finanzierungsinstrument in Deutschland Einzug gehalten. Der Ansatz der Unitranche ist dabei ein Senior-Darlehen mit einer Nachrangtranche zu kombinieren. Insbesondere für LBO-Situationen mit Private Equity hat sich die Unitranche zum „alles aus einer Hand“ Standard entwickelt. Die so ausgereichten Darlehen sind zwar in der Regel teurer als Bankfinanzierungen, in Zeiten von negativen Zinsen auf Bundesanleihen waren Unitranchen dennoch vergleichsweise günstig.

Es sei erwähnt, dass trotz des Erfolges von Unitranchen weiterhin Nachfrage nach Nachrang-Lösungen bestand, insbesondere beim familien- und eigentümergeführten Mittelstand. Wie Rantum Capital und andere empirisch belegen, gab es auch in den letzten zehn Jahren eine stete Nachfrage nach Nachrangkapital. Allein Rantum Capital hat während dieser Zeit fast 1 Mrd Euro an Darlehen ausgereicht und ist damit zum größten deutschen Nachrang-Finanzierer avanciert.

Durch die Inflation des letzten Jahres ausgelöste Zinswende hat sich der Finanzierungsmarkt nochmals stark verändert und somit auch die Nachfrage nach Private Debt in seinen verschiedenen Ausprägungen

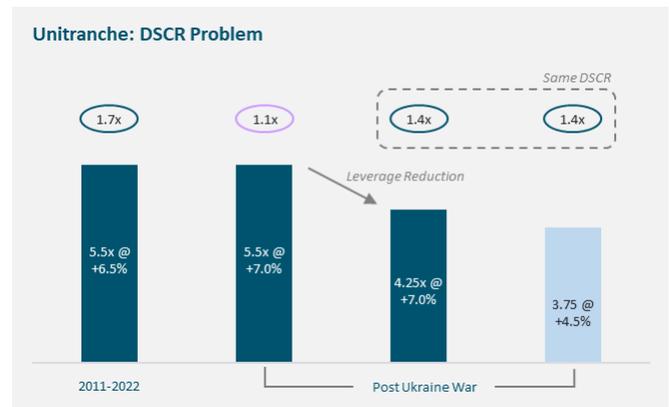


Marc Pahlow
Gründer und
Geschäftsführer,
Rantum Capital



Florian Feder
Managing Director
Private Debt,
Rantum Capital

beeinflusst. Die größte Auswirkung bestand zunächst darin, dass die Cash-Zinskosten von Unitranchen stark anstiegen, denn diese werden grundsätzlich als EURIBOR plus Marge veranschlagt. Der EURIBOR kletterte von -0,6% Anfang 2022 auf knappe 4,0% bis Ende 2023. Dies hatte Auswirkungen sowohl auf bestehende als auch auf neue Finanzierungen. Bei bestehenden Finanzierungen führte dies zu einer steigenden Belastung des laufenden Cash-Flows, bei neuen Finanzierungen hat sich dies negativ auf die Leverage Levels von ausgewirkt, um den Cash-Flow zu schonen und somit die Debt Service Coverage Ratio („DSCR“) wieder auf gewohnte Levels zu heben.



Nachrangtransaktionen rücken daher, in Kombination mit einem günstigen Bankfinanzier, in letzter Zeit wieder zunehmend in den Blickwinkel der Anteilseigner von Unternehmen, egal ob bei Unternehmern oder Private Equity Sponsoren. Besonders attraktiv erweist sich in diesem Zusammenhang die sogenannte „HoldCo PIK“ Struktur.

HoldCo PIK Finanzierungen werden, wie der Name indiziert, nicht in den operativen Gesellschaften verankert, welche normalerweise Darlehensnehmer einer Seniorfinanzierung sind, sondern in den Holding-Gesellschaften, welche weder als Darlehensnehmer noch

Die Renaissance des Nachrangs

als Garanten der Seniorfinanzierung fungieren. Besichert werden diese HoldCo Finanzierungen dagegen mit den Anteilen an diesen Holding-Gesellschaften.

Daraus resultiert, dass bei HoldCo Finanzierungen kein Abstimmungsbedarf mit der Seniorbank besteht. Nachträgliche Finanzierungen auf dieser Ebene werden zum Beispiel nicht von den typischen „Most-Favoured Nation“ Klauseln der Seniorfinanzierung erfasst, ihr Zins kann also frei und flexibel bestimmt werden. Aus der Sicht des Seniorfinanzierers kommt die nachträgliche Finanzierung vielmehr einem Eigenkapital-Einschuss gleich – der Darlehensnehmer wird neu kapitalisiert, was durchaus auch im Interesse der Seniorbank ist und sich nicht negativ auf die Bonität ihres Darlehensnehmers auswirkt.

Bei neuen Finanzierungen erweist sich eine HoldCo PIK Lösung besonders dann als hilfreich, wenn eine Lücke zwischen dem angestrebten Leverage und dem von Seniorfinanzierern (heutzutage geringer) angebotenen Kreditvolumen besteht. Da für attraktive Assets auch weiterhin hohe Multiples bezahlt werden, kommen diese Situationen im aktuellen Marktumfeld verstärkt vor.



Quelle: Marlborough Partners, <https://www.marlboroughpartners.com/calendar/>

Zudem werden auf HoldCo PIK Finanzierungen in der Regel keine laufenden Zinsen fällig. Diese werden stattdessen (wenn vom Darlehensnehmer gewünscht) permanent kapitalisiert. Die dadurch gewonnene Liquidität kann in unsicheren Zeiten anderweitig genutzt werden. Aus Sicht des Anteilseigners hat eine Finanzierung via HoldCo PIK also Eigenkapital-Charakter, welche sich dann rentiert, wenn die so finanzierte Investition nach Abzug der Kosten attraktiv ist. Auch in Situationen, in denen der Anteilseigner keine weiteren

Mittel einbringen kann (z.B. weil der Private Equity Fonds nicht mehr in seiner Investitionsphase ist) macht eine Finanzierung auf HoldCo Ebene Sinn.

Anwendungsfälle für Nachrangkapital häufen sich also in einem Hochzinsumfeld, was sich auch in der wachsenden Pipeline von Rantum gut beobachten lässt. Dies ermöglicht es Rantum etwa im aktuellen Fund III besonders wählerisch zu sein, was die Investitionsobjekte anbetrifft. Für die Investoren ergibt sich daraus ein noch attraktiveres Risiko/Rendite-Profil.

Sind Nachrangfinanzierungen auch aus Sicht von LPs interessant? Sehen wir uns diesbezüglich zunächst das Pricing an. Da Nachrangtransaktionen grundsätzlich situationsabhängiger sind als Senior-Transaktionen, ergibt sich beim Pricing eine größere Bandbreite. Generell bewegen sich die Margen für HoldCo PIK Transaktionen aber zwischen 10 und 11%. Zusammen mit Upfront Fee von ca. 3% und dem EURIBOR bewegt man sich bei HoldCo Finanzierungen folglich bei „Mid-teens“ Returns. Die empirische Bandbreite liegt bei 12-18% IRR. Aus Darlehensnehmer-Sicht erscheint dies zunächst teuer, ist aber in den relevanten Situationen niedriger als die Cost of Capital von Eigenkapital.

Nachrang-Darlehen generieren also echtes Alpha, da ein Fixed-Income Produkt mit vergleichbarem Return im Markt sonst nicht vorhanden ist. Leveraged Loans und Bonds haben in Europa im Jahr 2023 in einem sehr günstigen Umfeld nämlich lediglich eine Rendite von etwa 10% erzielt. Senior Private Debt Funds konnten im Idealfall nochmal ein bis zwei Prozentpunkte mehr verdienen. Nachrangdarlehen liegen jedoch grundsätzlich nochmal 3-4 Prozentpunkte über dem Return von Unitranche-Darlehen, was sich direkt auf die Rendite des LP durchschlägt.

Ein großer Teil der attraktiven Returns im Fixed Income Markt ist im Jahr 2023 auf den starken Anstieg der Referenz-Zinsen, also des EURIBORs, zurückzuführen. Nachrang-Darlehen profitierten ebenfalls von diesem Zinsanstieg. Da die Base-Rate jedoch insgesamt einen relativ geringeren Anteil am Total Return eines Nachrangdarlehens hat, war der relative Anstieg geringer. In 2024 werden die Zinsen möglicherweise wieder fallen und damit auch die Total Returns von Leveraged Loans, Bonds und Private Debt. Bei Nachrangdarlehen wird der Total Return jedoch aufgrund des beschriebenen Effekts relativ weniger zurückgehen. Der Return von Nachrangdarlehen ist also weniger abhängig vom Zinsumfeld und damit auch weniger volatil. Aus Sicht eines Investors ergibt sich eine relativ stabile, echte „all-weather“ Strategie.

Die Renaissance des Nachrangs

Wie steht es nun um den Risiko-Aspekt der Gleichung? Wie oben bereits erwähnt, werden Nachrangfinanzierungen grundsätzlich mit 100% der Anteile am Unternehmen besichert, wenn auch natürlich (vertraglich oder strukturell) nachrangig zum Senior-Finanzierer. Zudem beinhalten moderne Nachrang-Kreditverträge eine Reihe von weiteren Schutzmechanismen, die sicherstellen, dass kein Geld an den Anteilseigner fließt bevor der Nachrang-Darlehensgeber nicht zurückgeführt ist. So sind zum Beispiel Dividenden grundsätzlich nicht erlaubt, selbst wenn die Seniorfinanzierung sie zulässt. In alle Rechte des Anteilseigners unter der Seniorfinanzierung tritt der Nachrang-Darlehensgeber automatisch ein, das heißt er kann z.B. einen Equity Cure im Senior-Vertrag leisten, um eine Fälligkeit dort zu verhindern. Auch sitzt der Nachrang-Darlehensgeber grundsätzlich „mit am Tisch“ wenn es Probleme zu bewältigen gibt und kann seine Position in der Kapitalstruktur dann effektiv in Restrukturierungen verteidigen.

Die Stellung im Risiko zwischen Senior-Debt und Equity ist also vertraglich abgesichert. Ob sich das Risiko-Profil dann eher am Senior-Debt oder am Equity orientiert, hängt ganz wesentlich vom Attachment Point (das heißt dem Senior-Leverage) und vom Equity-Puffer (das heißt dem Equity-Value) ab. Bei Rantum liegt der durchschnittliche Leverage zum Auftakt einer Finanzierung inklusive Nachrangkapital bei unter 4x EBITDA – was bedeutet, dass vorrangige Leverage-Levels sehr konservativ gehalten wurden und das Unternehmen auch in herausfordernde Zeiten nicht mit zu schweren Kreditbelastungen geht. Was einen guten Nachrang-Investor also ausmacht, ist sich in Strukturen mit insgesamt relativ wenig Leverage den Teil der Fremdkapital-Struktur zu sichern, der den höchsten risikogewichteten Return bietet. Zusätzlich muss dieser Return durch einen auskömmlichen Equity-Puffer abgesichert sein. Bei Rantum beträgt dieser Equity-Puffer im Normalfall mindestens 50% des Enterprise Values. In Kombination mit einer intensiven Due Diligence können so Verluste vermieden oder auf ein Minimum beschränkt werden.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass Nachrangfonds ein klar differenzierendes Produkt anbieten, das in der Lage ist, echtes Alpha zu generieren, und dies bei vitaler Downside Protection mit relativ geringerer Abhängigkeit vom generellen Zinsumfeld. Voraussetzung für die erfolgreiche Implementierung einer Nachrang-Strategie ist ein Team, das analytisch und erfahrungstechnisch die relative Komplexität der Generierung, Strukturierung und Verhandlung von Nachrangdarlehen beherrscht. Der Schlüssel zum Erfolg liegt darin, durch niedrige Total-Leverage-Levels und hohe Equity-Puffer sowie eingehender Due Diligence der Investitionen die „Margin of Error“ so hoch wie möglich zu gestalten, sich aber doch gleichzeitig den Teil der Kapitalstruktur auszusuchen, bei dem das Risiko in einem besonders günstigen Verhältnis zur Rendite steht. Wenn dies gelingt, können sich Nachrangfonds klar positiv gegenüber der Masse von Senior-Debt Fonds differenzieren. Als Beimischung in einem diversifizierten LP Debt Portfolio sollte sie daher nicht fehlen.

Kontakt und Autoren:

Rantum Capital
Maintor Panorama
Neue Mainzer Str. 2-4
60311 Frankfurt

Telefon: +49 (0) 69 97 77 679 – 0
www.rantumcapital.de

Marc Pahlow
Gründer und Geschäftsführer
E-Mail: Marc.Pahlow@rantumcapital.de

Florian Feder
Managing Director Private Debt
E-Mail: Florian.Feder@rantumcapital.de

Infrastrukturkredite 2024 an einem „Sweet Spot“

Märkte für Infrastrukturkredite

Für private Infrastruktur war 2023 ein herausforderndes Jahr, mit einem Rückgang der gesamten Mittelaufnahmen um 50 Prozent gegenüber dem Rekordjahr 2022¹. Verglichen mit anderen Infrastrukturstrategien zeigte sich das Umfeld für Infrastrukturkredite jedoch recht freundlich. Steigende Zinssätze erhöhten die relative Attraktivität von Infrastrukturkrediten (vor allem im Hochzinzbereich) gegenüber Core-Infrastrukturbeteiligungen, deren Renditen sich nicht wesentlich verändert haben.

Das Fundraising für Infrastrukturkredite zog im Jahr 2023 leicht an und machte fast 20 Prozent aller eingeworbenen Mittel für Infrastruktur aus – allerdings hauptsächlich zurückzuführen auf einige große Fonds mit über einer Milliarde US-Dollar Volumen, für die vermutlich schon vor 2023 Zusagen erfolgten (siehe Abbildung 1). Laut einer Anfang 2023 durchgeführten Umfrage von „Infrastructure Investor“ waren Infrastrukturkredite die am stärksten nachgefragte Infrastrukturstrategie, auch wenn der tatsächliche Erfolg bei der Mittelbeschaffung immer noch von spezifischen Strategien und Regionen abhängt.

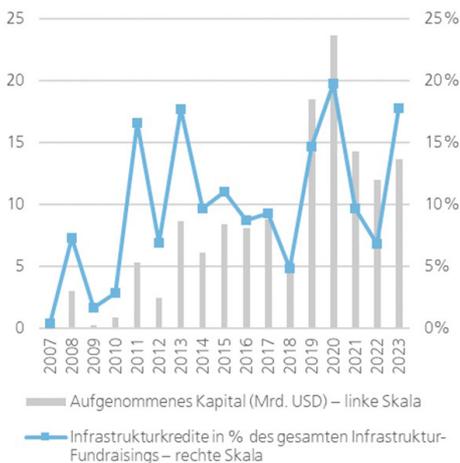


Abbildung 1: Fundraising für Infrastrukturkredite. Quelle: Inframation, Januar 2024.

Inflation und höhere Fremdkapitalkosten wirken sich weiterhin auf die Transaktionsvolumina aus (siehe Abbildung 2), da die Zahl der Fusionen und Übernahmen zurückgeht und Kreditnehmer ihren Finanzierungsbedarf reduzieren. Angesichts höherer Zinssätze straffen viele Unternehmen ihre Investitionspläne, um sich an die neue Realität anzupassen, und konzentrieren sich auf die Optimierung ihrer Kapitalstrukturen, anstatt preiswerte Schuldtitel zur Finanzierung eines aggressiven Wachstums auszugeben. Dies führt zu einem generellen

¹ Siehe UBS Infrastructure Outlook 2024: <https://www.ubs.com/global/en/assetmanagement/insights/asset-class-perspectives/infrastructure/articles/infrastructure-outlook-top-questions.html>



Alex Leung
*Research & Strategy, Infrastructure
 Real Estate & Private Markets
 (REPM), UBS Asset Management*

Rückgang der Kreditaufnahme. Das Transaktionsvolumen für Infrastrukturkredite fiel 2023 um 9 Prozent, was jedoch immer noch besser ist als der Rückgang um 25 Prozent bei Infrastrukturbeteiligungen.

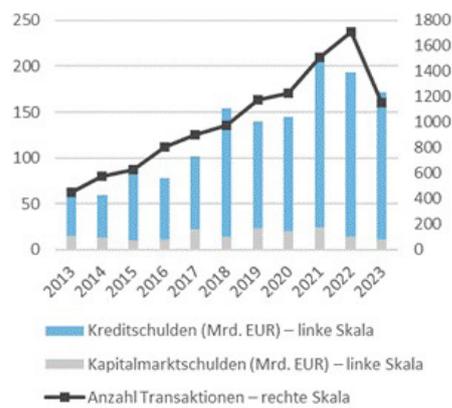


Abbildung 2: Europäische Infrastrukturkredite (Mrd. EUR). Quelle: Inframation, Januar 2024.

Positives Makroumfeld für Infrastrukturkredite

Mit Blick auf das gesamtwirtschaftliche Umfeld werden die Zentralbanken bei weiter nachlassendem Inflationsdruck mehr Spielraum für Zinssenkungen haben. Die US-Notenbank deutete kürzlich drei Zinssenkungen im Jahr 2024 an. Konsensschätzungen gehen zudem davon aus, dass die Renditen zehnjähriger Anleihen in ganz Europa 2024 zu sinken beginnen (siehe Abbildung 3). Dies dürfte eine gewisse Erleichterung für diejenigen bedeuten, die sich Sorgen um eine mögliche Finanzierungskrise machen.

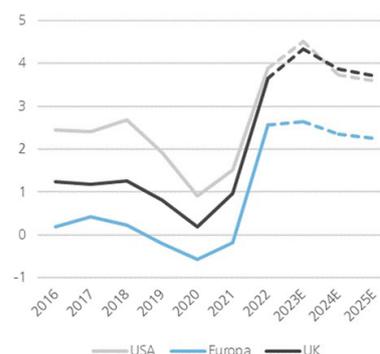


Abbildung 3: Renditen zehnjähriger Staatsanleihen (%). Quelle: Bloomberg, November 2023.

Infrastrukturkredite 2024 an einem „Sweet Spot“

Infrastrukturinvestoren haben in der Regel einen langfristigen Anlagehorizont und tätigen Investitionen mit langer Lebensdauer. Dies bedeutet, dass es wichtiger ist, sich auf langfristige Makrotrends zu konzentrieren, als auf kurzfristige Volatilität fixiert zu sein.

Die von den Swap-Märkten implizierten Inflationserwartungen sind trotz eines jüngsten Anstiegs relativ stabil geblieben (siehe Abbildung 4). Dies bedeutet, dass das aktuelle Makroumfeld insgesamt nur begrenzte Auswirkungen auf Infrastrukturanlagen hat, da die langfristigen Inflationserwartungen (und entsprechend die langfristigen Erwartungen zu den Finanzierungskosten) immer noch recht stabil sind.

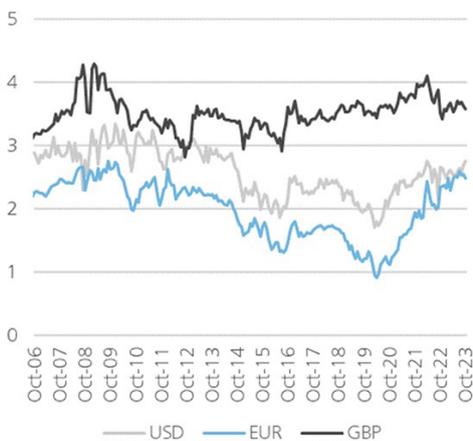


Abbildung 4: 5J-Forward-Inflationserwartungen (%). Anm.: Entspricht der durchschnittlichen Fünf-Jahres-Inflation, beginnend in fünf Jahren. Quelle: Bloomberg, November 2023.

Ungeachtet der konjunkturellen Schwankungen in den letzten zwei Jahren weist Infrastruktur weiterhin solide Fundamentaldaten auf. Dies lässt sich auf eine robuste Erholung nach der Pandemie, einen starken Inflationsausgleich, politische Unterstützung sowie auf die Tatsache zurückführen, dass die meisten Infrastrukturinvestitionen einzigartige Vermögenswerte sind, die wesentliche Dienstleistungen erbringen und über Preisgestaltungsmacht verfügen.

Gemessen an den Konsensschätzungen für über 100 börsennotierte Firmen wurden die Umsatzprognosen von Infrastrukturunternehmen in den letzten beiden Jahren um durchschnittlich rund 15 Prozent nach oben korrigiert (siehe Abbildung 5). Das Risiko weiterer Finanzierungsrisiken und Zahlungsausfälle in einem sich stabilisierenden makroökonomischen Umfeld erscheint angesichts intakt gebliebener Fundamentaldaten gering.

Nachdem Inflation und Zinssätze ihre Höchststände erreicht haben, könnten wir 2024 eine Erholung der Kreditvergabe sehen. Dies gilt besonders für Kreditnehmer, die ihre Finanzierungspläne aufgeschoben haben, sowie für den erhöhten Finanzierungsbedarf bei wieder verstärkten M&A-Aktivitäten.

Wie bereits erwähnt, bleiben die Fundamentaldaten von Infrastruktur stark. Die Transaktionsvolumina sollten sich erholen, da die Risiken der neuen Normalität (ähnlich wie bei der Post-Covid-Erholung) nun besser verstanden sind.

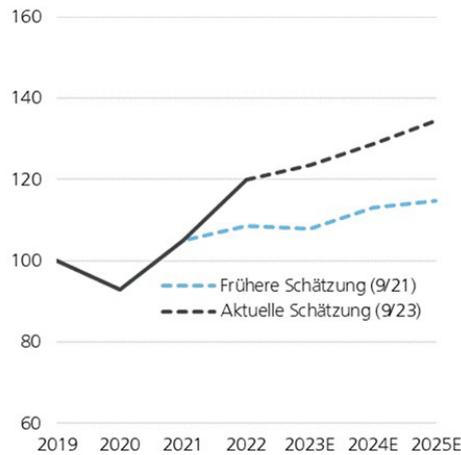


Abbildung 5: Umsatzprognosen für börsennotierte Infrastruktur (indexiert 2019=100). Anm.: Daten basieren auf aktuellen und historischen Konsensschätzungen für über 100 börsennotierte Infrastrukturunternehmen. Quellen: GLIO, Bloomberg, UBS Asset Management, September 2023.

Unserer Ansicht nach befinden sich Infrastrukturkredite jetzt an einem „Sweet Spot“. Stabilere und allmählich rückläufige Zinsen werden Investoren dazu veranlassen, sich von Liquidität zu trennen und in die privaten Märkte zu investieren, während sie sich gleichzeitig die immer noch relativ hohen Basiszinssätze sichern.

Die Verlangsamung der Anteilsrückgaben von Versicherungsgesellschaften und der abnehmende Nennereffekt aufgrund der Erholung der Aktienmärkte bedeuten, dass Investoren im Jahr 2024 gesteigertes Interesse an Infrastrukturkrediten zeigen werden.

Investoren in Infrastrukturkrediten werden 2024 in der Lage sein, mehr Gelegenheiten mit attraktiven risikobereinigten Renditen zu finden, wobei sie von immer noch hohen Basiszinssätzen und besseren Kreditfundamentaldaten profitieren.

Langfristige Aspekte von Infrastrukturkrediten

Der Infrastruktursektor profitiert weiterhin von langfristig positiven Faktoren wie den vier D – Dekarbonisierung, Digitalisierung, Deglobalisierung und demografischer Wandel. Infrastrukturkredite sind einzigartig positioniert, um von diesen dauerhaften Anlagethemen zu profitieren.

Infrastrukturkredite 2024 an einem „Sweet Spot“

So blieb 2023 trotz rückläufiger Transaktionen mit Infrastrukturkrediten die Aktivität in den Sektoren Energiewende (wie erneuerbare Energien) und Telekommunikation stark, da Investitionen, die langfristige Trends wie Dekarbonisierung und Digitalisierung nutzen, weiterhin beliebt sind (siehe Abbildung 6). Im Folgenden werden wir drei dieser langfristigen Aspekte näher erörtern.

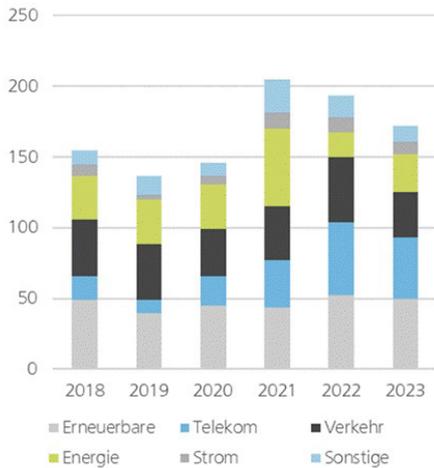


Abbildung 6: Europäische Infrastrukturkredit-Transaktionen nach Sektor (Mrd. EUR).
Quelle: Inframation, Januar 2024.

Dekarbonisierung

Die weltweiten Anstrengungen zur Dekarbonisierung, wohl eines der wichtigsten Anlagethemen über alle Anlageklassen hinweg, haben eine der größten Investitionsmöglichkeiten dieser Generation geschaffen.

Die Internationale Agentur für erneuerbare Energien (IRENA) hob kürzlich hervor, dass weltweit bis 2050 weiterhin eine jährliche Investitionslücke von über drei Billionen US-Dollar besteht, wenn die Netto-Null erreicht und der globale Temperaturanstieg auf 1,5°C begrenzt werden soll (siehe Abbildung 7).

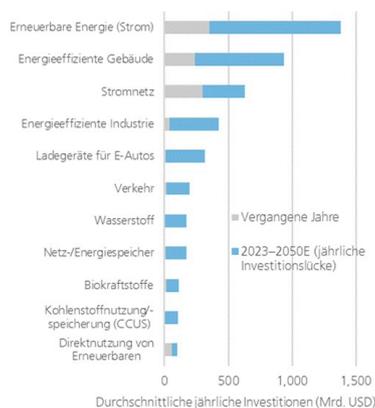


Abbildung 7: Jüngste jährliche Investitionen und jährliche Investitionslücke 2023–2050E (1,5°C-Szenario).
Quelle: IRENA, World Energy Transitions Outlook, Juni 2023.

Traditionelle erneuerbare Energien wie Wind- und Solarkraft werden weiterhin die meisten Anlagegelegenheiten bieten. Allerdings sind die Renditen aus diesen Investitionen in den vergangenen Jahren gesunken, da sie ausgereift sind und inzwischen als alltäglich gelten. Andere grüne Investitionen wie Energieeffizienz, Verkehr, erneuerbare Versorgungsketten, Biokraftstoffe, Wasserstoff und Kohlenstoffnutzung/-speicherung (CCUS) könnten attraktivere risikobereinigte Renditen erzielen.

Infrastrukturkredit-Investoren sind besonders gut positioniert, da sie Anlagegelegenheiten in allen neuen Teilsektoren und Märkten der Energiewende finden und einige der mit neuen Technologien und Geschäftsmodellen verbundenen Risiken vermindern können.

Digitalisierung

Die COVID-19-Pandemie führte zur Verbreitung der HD-Videokommunikation und beschleunigte so die Einführung von Heimarbeit, Fernunterricht und Telemedizin. Die zunehmende Etablierung von 5G und KI und das Internet der Dinge (IoT) werden die Nachfrage nach digitaler Infrastruktur steigen lassen.

Im Bereich der Infrastrukturkredite sind Objekte der digitalen Infrastruktur wie Sendemasten, Glasfaserkabel und Rechenzentren angesichts des Bedarfs an Datenspeicherung und -übertragung allesamt attraktive Investitionen. Die Kreditfinanzierung hat sich zu einer wichtigen Quelle für die Wachstumsfinanzierung dieser Plattformen entwickelt.

Allerdings ist zu beachten, dass die digitale Infrastruktur tendenziell anfälliger für Hypes ist (wie Krypto-Mining und das Metaversum vor ein paar Jahren oder KI jetzt). Versierte Investoren müssen zwischen wirtschaftlichem Handeln und Hype unterscheiden und sich auf die spezifischen Eigenschaften von Infrastruktur konzentrieren. Hierzu zählen erstklassige Geschäftspartner, langfristige Verträge, der Zugang zu sauberer Energie, minimales technologisches Risiko und die Vermeidung von spekulativen Investitionen.

Deglobalisierung

Der Begriff Deglobalisierung war in der Geschäftswelt einmal negativ besetzt, aber das ist nicht mehr der Fall. Die Unterbrechung von Lieferketten durch die Pandemie, den Krieg in der Ukraine und die jüngsten Angriffe auf die Schifffahrt im Roten Meer haben das Onshoring zu einer Notwendigkeit gemacht.

Die verstärkte Konzentration auf inländische Produktionskapazitäten und Energiesicherheit wird den Einsatz erheblicher Mittel erfordern. Europa verzeichnet Investitionen von über 200 Milliarden US-Dollar in die Herstellung von Elektrofahrzeugen und Batterien und von über 100 Milliarden US-Dollar in die Halbleiterindustrie.

Infrastrukturkredite 2024 an einem „Sweet Spot“

Die Rückverlagerung beschleunigt das Wirtschafts- und Bevölkerungswachstum in bisher vernachlässigten Gebieten. Große Technologieunternehmen werden keine Milliarden von Dollar für den Bau eines neuen Werks ausgeben, wenn Energieversorgung, Verkehrsnetze, Versorgungsdienste und schnelles Internet nicht gesichert sind. Diese positiven Entwicklungen fördern Infrastrukturinvestitionen in allen Sektoren.

Wege zum Erfolg im Jahr 2024

Die Fundamentaldaten für Infrastrukturkredite erscheinen 2024 weiterhin stark. Die risikobereinigten Renditen sind attraktiv, zumal die Basiszinssätze hoch bleiben und das Risiko einer Finanzierungs-krise sinkt, während die Anlageklasse widerstandsfähig bleibt.

Infrastrukturkredite haben es in der Vergangenheit ermöglicht, sich mit geringerem Risiko im Bereich Infrastruktur zu engagieren (siehe Abbildung 8). Sie bieten eine Prämie gegenüber Unternehmensanleihen, verbunden mit einer guten Verlustabsicherung und geringeren Kapitalkosten (für Versicherungsunternehmen unter Solvency II).

Laut einer Studie der EDHEC weisen Infrastrukturkredite gegenüber vielen anderen Anlageklassen eine niedrige oder negative Korrelation auf und sind damit gut zur Portfoliodiversifizierung geeignet (siehe Abbildung 8).

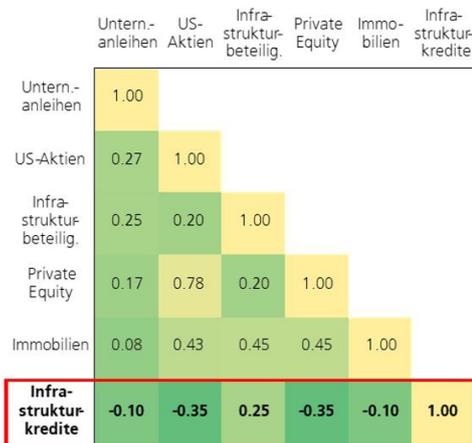


Abbildung 8: Erwartete Korrelationen von Anlageklassen

Quelle: EDHEC, Strategic Asset Allocation with Unlisted Infrastructure; Februar 2021.

Zudem weisen Infrastrukturkredite historisch niedrigere Ausfallquoten auf als Unternehmensanleihen von vergleichbarer Bonität. So lagen im Jahr 2022 nach Angaben von S&P die Ausfallquoten für als spekulativ eingestufte Unternehmensanleihen bei 2 Prozent, für entsprechende Infrastrukturanlagen dagegen bei 1 Prozent.

Die Kreditspreads für europäische Infrastrukturkredite lagen auch 2023 deutlich näher bei Hochzinsanleihen als bei Investment-Grade-Unternehmensanleihen (siehe Abbildung 9).

Angesichts des leichten Anstiegs der Spreads von Unternehmensanleihen Ende 2023 könnten wir im Jahr 2024 auch potenziell steigende Renditenaufschläge bei Infrastrukturkrediten sehen, da die Spreads an den privaten Märkten den öffentlichen Märkten in der Regel um sechs bis neun Monate hinterherlaufen. Das Jahr 2024 wäre daher ein guter Einstiegspunkt für Anleger, die sich attraktive Zinsen sichern wollen, bevor die Geldpolitik allmählich gelockert wird.

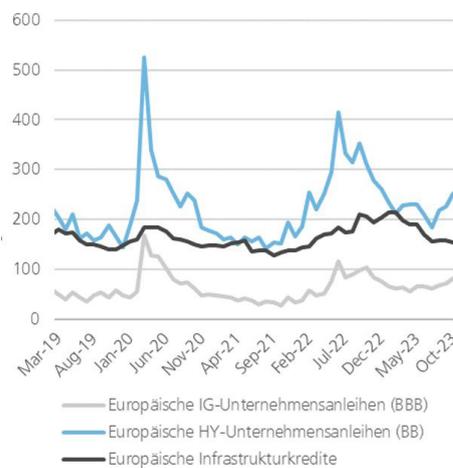


Abbildung 9: Spreads von privaten Infrastrukturkrediten (Basispunkte). Quelle: Bloomberg; EDHEC Debt Indices (Europe); UBS Asset Management, November 2023.

Auch wenn das gesamtwirtschaftliche Umfeld im Jahr 2024 positiv für Infrastrukturkredite erscheint, sind viele Faktoren zu berücksichtigen, um zu differenzieren und den größten Wert zu schaffen – vor allem dann, wenn Investoren eine zusätzliche Prämie gegenüber festverzinslichen Anlagen oder anderen Alternativen erzielen wollen. Zum Beispiel:

- Die proprietäre Origination stellt angesichts der Schwierigkeit, attraktive risikobereinigte Renditen in Privatplatzierungen oder syndizierten Geschäften zu finden, einen wichtigen Hebel der Werterschließung dar.
- Das mittlere Marktsegment ist weiterhin weniger überlaufen. Es ermöglicht, außerbörsliche Geschäfte abzuschließen und einen „Strukturierungsaufschlag“ zu erzielen.
- Obwohl sich die jüngsten Finanzierungszusagen hauptsächlich auf einige wenige große Manager konzentriert haben (Flucht in die Quantität), können kleinere Manager oft ein besseres Wertangebot bieten, da ihnen die größere Anzahl von Transaktionen im mittleren Marktsegment ein selektiveres Vorgehen ermöglicht und sie einen stärkeren Fokus auf bilaterale Transaktionen und maßgeschneiderte Strukturierung legen.

Infrastrukturkredite 2024 an einem „Sweet Spot“

- Ein robuster, aber pragmatischer ESG-Rahmen mit messbaren Leistungsindikatoren ist ein wichtiges Unterscheidungsmerkmal in einer Branche, die sich zunehmend auf das Thema Nachhaltigkeit konzentriert.

Diese Publikation stellt keine Aufforderung zum Kauf oder zum Verkauf von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten in Bezug auf die UBS AG oder ihre verbundenen Unternehmen in der Schweiz, in den USA oder in sonstigen Jurisdiktionen dar. UBS verbietet die vollständige oder teilweise Weitergabe oder Vervielfältigung dieser Unterlagen ohne ihre vorherige schriftliche Genehmigung ausdrücklich und übernimmt keinerlei Haftung für diesbezügliche Handlungen Dritter. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen wurden auf der Grundlage von Informationen aus Quellen zusammengestellt bzw. gebildet, die wir als zuverlässig und glaubhaft ansehen. Es wird jedoch keine Verantwortung für Fehler oder Auslassungen übernommen. Alle genannten Informationen und Meinungen können sich ohne Mitteilung ändern. Bitte beachten Sie, dass die Wertentwicklung in der Vergangenheit kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung ist. Bei Anlagen in Immobilien/Infrastruktur/Private Equity (über Direktinvestitionen oder geschlossene oder offene Fonds) sind die zugrunde liegenden Vermögenswerte illiquide. Die Bewertung ist eine Frage der Einschätzung von Gutachtern. Der Wert von Anlagen und die aus ihnen erzielten Erträge können sowohl steigen als auch sinken. Die Anleger erhalten möglicherweise nicht den ursprünglich investierten Betrag zurück. Alle geäußertengeäußerten Einschätzungen zu Markt und Kapitalanlagen sind nicht als Anlageresearch gedacht. Dieses Dokument wurde nicht gemäß den Anforderungen eines Landes zur Förderung der Unabhängigkeit des Investment-Research erstellt und unterliegt keinem Handelsverbot vor der Verbreitung von Investment-Research. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Verbreitung dar und sind nicht als Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines bestimmten Wertpapiers oder Fonds zu betrachten. Einige Kommentare in diesem Dokument gelten als zukunftsgerichtete Aussagen. Die tatsächlichen zukünftigen Ergebnisse können jedoch erheblich davon abweichen. Die hierin geäußerten Meinungen spiegeln das beste Urteil von UBS Asset Management zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts wider. Eine Verpflichtung zur Aktualisierung oder Änderung zukunftsgerichteter Aussagen aufgrund neuer Informationen, zukünftiger Ereignisse oder aus anderen Gründen wird abgelehnt. Des Weiteren stellen diese Einschätzungen keine Prognose oder Garantie hinsichtlich der zukünftigen Wertentwicklung einzelner Wertpapiere, Anlageklassen oder Märkte im Allgemeinen dar noch sind sie dazu gedacht, die zukünftige Wertentwicklung eines Kontos, Portfolios oder Fonds von UBS Asset Management zu prognostizieren. Quelle aller Daten/Grafiken (soweit nicht anders angegeben): UBS Asset Management, Real Estate & Private Markets. Die hierin geäußerten Meinungen bieten eine Übersicht zu den Einschätzungen von UBS Asset Management, Real Estate & Private Markets, per Januar 2024. Alle Angaben per Januar 2024, sofern nicht anders angegeben. Veröffentlicht im Januar 2024. Zugelassen zur weltweiten Verwendung.

© UBS 2024. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den geschützten Marken von UBS. Andere Kennzeichen können Marken ihrer jeweiligen Inhaber sein. Alle Rechte vorbehalten.

Kontakt und Autor:

UBS Asset Management

www.ubs.com

Alex Leung

*Research & Strategy, Infrastructure
Real Estate & Private Markets (REPM)*

Telefon: +1 212 821-6315

E-Mail: alex-za.leung@ubs.com

29.

FEB

LUMPI – Luxembourg Meeting for Private Markets Investments

Luxemburg

Am 29. Februar 2024 findet in Luxemburg erstmalig die „LUMPI – Luxembourg Meeting for Private Markets Investments“ statt. Die eintägige deutschsprachige Konferenz vermittelt institutionellen Anlegern aus dem DACH-Raum wertvolle Inhalte zu Portfolioaufbau mit Primärzeichnungen, Secondaries und Co-Investments, flankiert durch relevante Themen aus den Bereichen ESG, Steuern und Regulatorik, und abgerundet durch die Möglichkeit zum Networking mit Gleichgesinnten am Veranstaltungsort, dem ikonischen Arbed-Gebäude im Herzen Luxemburgs, oder beim abendlichen Get-Together. Einfach Ihre SICAV-Verwaltungsratssitzung um den Termin rumplanen und das Angenehme mit dem Nützlichen verbinden!

Für institutionelle Anleger ist die Veranstaltung vollkommen kostenfrei.

Jetzt anmelden auf www.lumpi.lu

05. - 06.

MÄRZ

SZ Nachhaltigkeitsforum Sustainable Finance und Impact Investing 2024

München

Rabatt für BAI-Mitglieder

Inmitten globaler Herausforderungen wie Klimawandel, geopolitischen Konflikten und wirtschaftlichen Unsicherheiten rücken nachhaltige Geldanlagen immer mehr in den Fokus. Die Innovations- und Optimierungspotenziale sind enorm, aber viele Fragen noch offen.

Das **5. SZ-Nachhaltigkeitsforum** stellt sich den drängenden Themen: Wie kann Impact Investing einen entscheidenden Beitrag zur ökologischen und sozialen Transformation leisten? Welche Rolle spielen dabei nationale und europäische Strategien und Aktionspläne? Und welche Entwicklungen gibt es bei Messung und Reporting? Diskutieren Sie mit und treffen Sie Investoren von Versicherern, Versorgungswerken, Pensionskassen und hochkarätige Vertreter aus Wirtschaft, Politik und Wissenschaft vor Ort in München.

06. - 07.

MÄRZ

Finanzplatztag der Börsen-Zeitung

Frankfurt

Der Finanzplatztag der Börsen-Zeitung ist der Treffpunkt der gesamten Finance Community in Frankfurt. Erstklassige Beiträge von hochkarätigen Speakern schärfen den Blick für relevante Assets im Finanzmarkt. Im Fokus stehen: Weltwirtschaft und Klimawandel, Regulatorik, ESG, Krypto und Blockchain, elektronische Finanzinstrumente bis hin zur Rolle des Finanzplatzes Deutschland.

18.

APRIL

21. Deutsche Investorenkonferenz Frankfurt

Rabatt für BAI-Mitglieder

Mit 2023 ist ein herausforderndes Jahr für die deutsche Wirtschaft geendet – und auch im neuen Jahr hat sich die Wirtschaftslage in Deutschland kaum verbessert. Vielmehr sind mit dem Krieg in Israel und Gaza noch weitere Themen hinzugekommen, die sich auf das gesamtwirtschaftliche Umfeld auswirken. Das hinterlässt auch Spuren im Private-Equity-Geschäft: Viele Deals schaffen es nicht bis über die Ziellinie, Akquisitionsfinanzierungen und Fundraisings sind eine echte Herausforderung. Wie manövriert man seine Beteiligungen am besten durch dieses unruhige Fahrwasser? Wo bieten sich möglicherweise gar einmalige Investitionsoportunitäten? Und wie gewinnt man in dieser Gemengelage mehr Frauen für sich – und schafft es, ihnen langfristige Karriereperspektiven zu bieten?

Über diese und viele weitere Themen möchten wir mit Ihnen bei der nächsten Ausgabe der Deutschen Investorenkonferenz im April 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/>

15.

MAI

CONF3RENCE 2024 – Connecting the World through Web3 & AI Signal Iduna Park, Dortmund

Jetzt 15% sparen!

Sei dabei auf der CONF3RENCE 2024 und entdecke die Einflüsse von Web3 & AI Technologie auf unsere Geschäftswelt von morgen! Erlebe in Keynotes, Panels und Networking-Sessions, wie Emerging Technologies die Welt verändern, von Financial Services über Tokenisierung bis hin zum Industrial Metaverse. Höre inspirierende Speaker von Unternehmen wie z.B. Mastercard, NVIDIA & Google oder erfahre vor Ort mehr über Lösungen von unseren Ausstellern. Sichere dir jetzt dein Ticket mit 15% Rabatt für das Event am 15.-16. Mai 2024 im Signal Iduna Park in Dortmund. Gestalte aktiv die Zukunft!

Weitere Informationen finden Sie unter <https://www.universe.com/embed2/events/648b11a31da4f22187b62961?state=%7B%22currentDiscountCode%22%3A%7B%22code%22%3A%22BAI-15%22%7D%7D>

↓
BAI
Sonder-
konditionen

EBS
UNIVERSITÄT



EBS EXECUTIVE SCHOOL

Top-Weiterbildung in Private Equity und Sustainable Finance

Start:
09.09.2024
berufsbegleitend
6 Studientage

Kompaktstudium
Private Equity (PE)
Info unter www.ebs.edu/pe

Start:
07.10.2024
berufsbegleitend
6 Studientage

Kompaktstudium
Sustainability
Reporting (SRE)
Info unter www.ebs.edu/sre

Start:
17.06.2024
berufsbegleitend
12 Studientage

Kompaktstudium
Corporate
Sustainable
Finance (CSF)
Info unter www.ebs.edu/csf

Start:
09.09.2024
berufsbegleitend
5 Studientage

Kompaktstudium
Impact Investing (IIV)
Info unter www.ebs.edu/iiv

Start:
27.05.2024
berufsbegleitend
7 Studientage

Kompaktstudium
Sustainable &
Responsible
Investments (SRI)
Info unter www.ebs.edu/sri

Start:
12.02.2025
berufsbegleitend
7 Studientage

Kompaktstudium
ESG Performance
Management (EPM)
Info unter www.ebs.edu/epm

- ✓ Jeweils bis zu 25 Dozentinnen und Dozenten aus der Private Equity- und der Sustainable Finance-Praxis und -Wissenschaft
- ✓ Expertenwissen praxisnah vermittelt mit direktem Anwendungsbezug
- ✓ Umfassend, Cutting Edge Know-how, universitäres Niveau, transformationsfördernd und sinnstiftend
- ✓ Anerkanntes EBS Universitätszertifikat – seit Jahren im Markt anerkannt
- ✓ ECTS-Credits für Part-time Master-Studiengang in Wealth Management oder Sustainable Finance
- ✓ Mit Unterstützung des BAI Bundesverband Alternative Investments e.V. und weiterer Branchenverbände

WIR SIND FÜR SIE DA

EBS Executive School
Oestrich-Winkel/Rheingau
T +49 611 7102 2010
info.es@ebs.edu
www.ebs.edu

EBS-KOOPERATIONSPARTNER:





Investment

Dr. Klaus Beckmann, Dr. Rolf-Detlev Scholz, Prof. Dr. Lothar Vollmer (Hrsg.)

Kommentar, Erich Schmidt Verlag, Stand 2023. Loseblattwerk, 10696 Seiten, im Einzelbezug 314,00 €, ISBN 978-3-503-11055-1

Wie kaum ein Arbeitsgebiet sieht sich das Investmentwesen weiter hoher Dynamik gegenüber: So wurde mit dem Fondsstandortgesetz (FoStoG) das KAGB nachhaltig geändert. Investmentsteuerlich bleiben Teilgesellschaftsvermögen für geschlossene Investmentgesellschaften interessant.

Weiterentwicklungen im Tech- und Kryptobereich fordern zusätzlich juristisch neu heraus.

Investment hält Sie auf Kurs

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

Ihre Vorzüge im Überblick:

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

Als besonderen Mehrwert finden Sie eine **englische Arbeitsübersetzung des nationalen InvStG** (2018), mit der Sie dieses komfortabel mit dem German Investment Tax Act vergleichen können.



Investmentgesetze

Jürgen Baur, Falko Tappen, Elnaz Mehrkhah, Caspar Behme (Hrsg.)

Großkommentar, De Gruyter, 4. Auflage 2020. eBook, 1214 Seiten, ISBN 9783110490527

Die 4. Auflage des Großkommentars "Investmentgesetze" hält mit den rasanten Entwicklungen im Investmentrecht Schritt und bringt das etablierte und in Fachkreisen überaus geschätzte Werk auf den neuesten Stand der Gesetzeslage und Praxis. So sind z.B. die KAGB-Novelle 2015 (AnlageVO) und die OGAW-V Richtlinie sowie die grundlegenden Änderungen im Investmentsteuerrecht enthalten. Ein umfangreiches Team aus hochkarätigen Praktikern verbindet wissenschaftlichen Anspruch mit ausgesprochener Praxistauglichkeit. In der Tiefe der Darstellung sucht der „Baur/Tappen/Mehrkhah“ seinesgleichen, mit drei Bänden zum KAGB und je einem eigenen Band zum Investmentsteuerrecht und zum luxemburgischen Investmentrecht.

- Enthält die Änderungen zur AnlageVO, zur OGAW-V RL und zum Investmentsteuerrecht
- Verbindet wissenschaftliche Tiefe mit ausgesprochener Praxistauglichkeit
- Fünf Bände
- Je ein eigener Band zum Steuerrecht und zum luxemburgischen Recht



Metaverse

Dr. Hans Steege und Dr. Kuuya J. Chibanguza (Hrsg.)

Rechtshandbuch, Nomos, 2020. 612 Seiten, 129,00 €. ISBN 978-3-7560-0245-0.

Das Metaverse als digitale und interaktive Umgebung eröffnet eine neue, virtuelle Welt – und ist angetreten, um das Internet, wie wir es kennen, abzulösen. Schon heute spielt es eine große Rolle für Gamer und Technikbegeisterte, doch es lockt auch immer mehr Unternehmen an. Dabei stellen sich zahlreiche rechtliche Fragen unterschiedlichster Art – vom anwendbaren Recht über Datenschutz- und Urheberrecht bis hin zum Versicherungsrecht.

Das neue Rechtshandbuch

Das praxisnah geschriebene Werk von Steege/Chibanguza gibt verlässliche Antworten auf die juristischen Herausforderungen, denen sich sowohl bereits im Metaverse Tätige als auch diejenigen, die vor den ersten Schritten in der virtuellen Welt stehen, stellen müssen. Es enthält durchweg wertvolle Handlungsanweisungen, um den rechtlichen Anforderungen im Metaverse gerecht zu werden.

Eingehende Gesamtdarstellung

Im ersten Teil des Handbuchs wird das erforderliche Grundlagenwissen über die komplexe Materie Metaverse vermittelt. Für ein besseres Verständnis werden dabei auch Themen aus anderen Disziplinen erörtert (z.B. Ethik, Technik, Ökonomie). Herzstück des Werkes sind die umfassenden rechtsgebietspezifischen Erläuterungen, jeweils verfasst durch herausragende Expertinnen und Experten in ihrem Fachbereich.

- Regulierungsrecht (AGB, Plattformen)
- Künstliche Intelligenz
- Internationales Privatrecht
- Datenschutzrecht
- Geistiges Eigentum (Urheber-, Marken- und Patentrecht)
- Medienrecht (Jugendschutz, Mediennutzung)
- Kartell- und Wettbewerbsrecht
- Vertragsrecht (insb. Kauf, Pacht, Leasing, Miete, Schenkung, Leihe)
- Verbraucherschutzrecht
- Arbeitsrecht
- Miet- und WEG-Recht
- Versicherungsrecht
- Rechtsdienstleistungen und anwaltliches Berufsrecht
- Rechtsschutz u.v.m.



Depotgesetz

Peter Scherer (Hrsg.)

Kommentar, C.H. Beck, 2. Auflage 2024, 764 Seiten, 149,00 €, ISBN 978-3-406-72934-8

Sicher abwickeln und verwahren.

Das Wertpapiergeschäft boomt

und täglich werden Millionen von Transaktionen abgewickelt. Für deren reibungslosen Ablauf und die sichere Verwahrung der Wertpapiere sorgt das Depotgesetz.

Der aktuelle Praktiker-Kommentar

stellt das gesamte Depotrecht strukturiert und sehr anschaulich dar. Einen besonderen Schwerpunkt legt das Werk auf die aktuellen Fragen

- der **grenzüberschreitenden Verwahrketten** und
- der **elektronischen Geschäftsabwicklung**, die zunehmend komplexer werden.

Der Kommentar berücksichtigt deshalb auch die aktuellen und künftigen Auswirkungen der jüngsten europäischen und internationalen Modernisierungsprojekte.

Die 2. Auflage behandelt erstmals auch technologisch neue Phänomene, wie die **Blockchain-Technologie** und ihre wertpapier-mäßigen oder wertpapierähnlichen Erscheinungsformen – von echten **Krypto-Wertpapieren** bis zu den verschiedenen Formen von Initial Coin Offerings, ICOs.

Neu

Jetzt mit **Länderberichten** zu Belgien, Finnland, Frankreich, Griechenland, Italien, Japan, Niederlande, Österreich, Schweiz und UK.



Wertpapierhandelsrecht

Prof. Dr. Christoph H. Seibt, Prof. Dr. Petra Buck-Heeb, Prof. Dr. Rafael Harnos (Hrsg.)

Kommentar, C.H. Beck, 2024. 3116 Seiten, 259,00 €, ISBN 978-3-406-76846-0

Alles im Blick zum Wertpapierhandelsrecht.

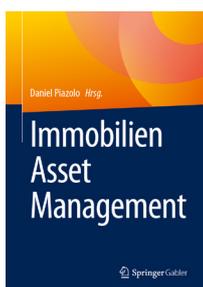
Der neue Kommentar zum Wertpapierhandelsrecht erfasst neben der MAR und dem WpHG auch alle weiteren praxisrelevanten Verordnungen des Wertpapierhandelsrechts:

- Leerverkaufs-VO
- MiFIR
- EMIR
- PRIIP-VO
- Rating-VO
- ESMA-VO.

Die Verlautbarungen der BaFin und der ESMA werden in die Kommentierung einbezogen und für Wissenschaft sowie für die Praxis kritisch bewertet. Das Autorenteam sorgt für Aktualität und berücksichtigt bereits die Reformvorschläge im EU Listing Act.

Die Herausgeberschaft zeichnet sich durch höchste Expertise aus: Prof. Dr. Christoph H. Seibt, LL.M., Rechtsanwalt; Prof. Dr. Petra Buck-Heeb und Prof. Dr. Rafael Harnos.

Perfekt für börsennotierte Unternehmen, Banken, Wertpapier- und Finanzdienstleistungsunternehmen, Börsen, Anwaltschaft, Gerichte, Finanzmarktaufsichtsbehörden und Ratingagenturen.



Immobilien Asset Management

Daniel Piazzolo (Hrsg.)

Buch (Hardcover), Springer Gabler, 1. Auflage 2023. 298 Seiten, 64,99 €, ISBN 978-3-658-40878-7

Dieses Buch wendet sich an Praktiker und Studierende im Immobilienbereich. Es geht um wissenschaftlich-fundierte Praxisrelevanz. Immobilien Asset Management umfasst die Planung, Steuerung, Umsetzung und Kontrolle sämtlicher wertbeeinflussender Maßnahmen über die gesamte Wertschöpfungskette einer Immobilie entsprechend der Zielvorgaben des Eigentümers. Diese verschiedenen Bereiche vom Immobilien Asset Management werden durch Beiträge genau beschrieben und durch Beispiele erläutert. Ein wichtiger Aspekt ist die Abgrenzung zu anderen Immobilienbereichen wie Facility Management oder Property Management, da sich noch keine einheitliche Anwendungsweise der verschiedenen Begriffe etablieren konnte. Darüber hinaus geht es um die Einordnung des Begriffs Asset Management gehen, da in der Immobilienbranche dieses Wort anders als in der Finanzbranche belegt ist, obwohl der Immobilieninvestmentbereich oft als Teilaspekt vom Finanzbereich gesehen wird. Der Herausgeber hat verschiedene Akteure aus der Praxis gewonnen, ihre Perspektive auf das Immobilien Asset Management in einem Buchbeitrag zu verdichten. Einige Beiträge stammen vom Herausgeber selbst, zum Teil mit Koautoren.