

INSIDE PRIVATE EQUITY



Sehr geehrte Damen und Herren,
liebe Geschäftspartner,

mit der Auflage des ersten Mezzanine-Dachfonds für institutionelle Investoren im Jahr 2004 gehört Golding Capital Partners zu den Pionieren dieser Anlageklasse in Deutschland. Inzwischen verwalten wir für unsere Investoren fünf Dachfonds mit Schwerpunkt auf Mezzanine und anderen Private-Debt-Strategien mit einem Gesamtvolumen von über € 1,2 Mrd. In den vergangenen zehn Jahren haben diese Dachfonds Investitionen in weltweit mehr als 50 Fonds getätigt.

In diesem Zeitraum waren die Kreditmärkte erheblichen Veränderungen unterworfen, nicht zuletzt durch die globale Finanzkrise und ihre Auswirkungen nach 2008. Gerade der europäische Markt für Unternehmensfinanzierungen befindet sich als Folge der regulatorischen Anforderungen an Banken in einem tiefgreifenden Wandel. Wo früher noch Bankenfinanzierungen den Markt bestimmt haben, sehen wir heute eine Entwicklung in Richtung des amerikanischen Modells, bei dem institutionelle Investoren über verschiedene Zugangswege das Gros des Kapitals bereitstellen. Dabei bieten sich vor allem spezialisierte Private-Debt-Fonds an, die langjährige Erfahrung bei der Generierung und Strukturierung von komplexen Finanzierungslösungen besitzen und deren Investmentstrategie sich über den Kreditzyklus bewährt hat. Ein wesentlicher Erfolgsfaktor beim Aufbau eines Private-Debt-Portfolios ist die Sicherstellung einer ausreichenden Diversifikation über einen breit gefassten Ansatz, der verschiedene Regionen und Investmentstrategien umfasst, um marktseitige Risiken soweit wie möglich zu begrenzen.

Über diese unterschiedlichen Investmentstrategien der Anlageklasse Private Debt informieren wir Sie in unserem aktuellen Newsletter. Darüber hinaus geben wir Ihnen einen Überblick über aktuelle Transaktionen im Markt und stellen Ihnen in einem kurzen Interview Intermediate Capital Group (ICG) vor – einen unserer erfolgreichsten Fondsmanager.

Herzliche Grüße,

Hubertus Theile-Ochel

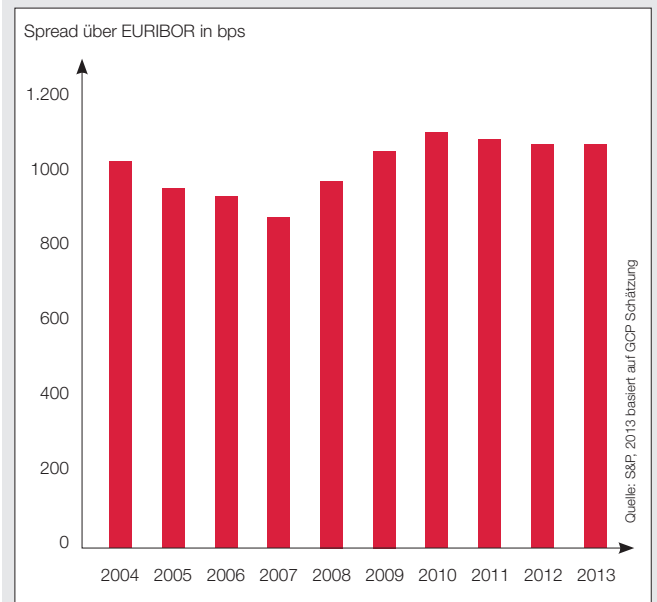
Im Blickpunkt: Private Debt

Investmentstrategien im Markt für Unternehmenskredite

Das seit Jahren andauernde Niedrigzinsumfeld stellt Investoren vor große Herausforderungen. Die Renditen an den weltweiten Kreditmärkten liegen auf Allzeittiefs oder nahe daran. Selbst für Investoren, die bereit sind, mit High Yield stärker ins Risiko zu gehen, ist die Aussicht auf maximal 5–6% Rendite nicht sehr verlockend.

Auch der private Markt für Unternehmenskredite – Private Debt – konnte sich nicht völlig von dem globalen Makrotrend rückläufiger Gesamtrenditen abkoppeln, doch liegen hier die Spreads weiter auf relativ hohem Niveau. Gerade bei Unternehmensfinanzierungen für kleinere und mittelgroße Unternehmen sowie bei komplexeren Finanzierungsanlässen bleibt das Angebot an traditionellen Kapitalmarktlösungen weiter begrenzt. Investoren, die bereit sind, die in diesem relativ ineffizienten Markt unvermeidbare Illiquiditätsprämie zu akzeptieren, erhalten somit die Möglichkeit, attraktive Renditen bei einem im Verhältnis moderaten Risiko zu erzielen.

Zinsmarge von Mezzanine – Europa



Weltweit tummeln sich im Markt für Private Debt einige Hundert Fondsmanager, die sich nach Investmentstrategie und Rendite/Risiko-Profil differenzieren lassen. Dabei können grob vier Kategorien unterschieden werden: Senior Debt, Mezzanine, Credit Opportunities und Distressed Debt, die im Folgenden näher beschrieben werden. →

> **Senior Debt:** Hierbei handelt es sich um die Finanzierung von Unternehmenskäufen und Wachstumsfinanzierungen über vorrangige bzw. besicherte Darlehen. Dabei treten Senior Loan- oder auch Direct Lending-Fonds neben Banken als Finanzierungspartner bei der Transaktionsfinanzierung auf; häufig übernehmen sie auch die Rolle der Banken und stellen die komplette Fremdkapitalfinanzierung bei einer Transaktion bereit. Je nach Unternehmenssituation und -größe werden Zielrenditen von ca. 6–10% angestrebt, die fast ausschließlich aus laufenden Zinszahlungen generiert werden.

> **Mezzanine:** Diese Mischform aus Fremd- und Eigenkapital wird hauptsächlich bei Unternehmenskäufen und Wachstumsfinanzierungen von Unternehmen im Mittelstandssektor genutzt. In diesem Marktsegment wird Mezzanine häufig als zusätzliche Finanzierungsform nachrangig zu einer Bankenfinanzierung eingesetzt und erreicht je nach Situation eine Zielrendite von ca. 13–18%. Diese speist sich aus mehreren Ertragskomponenten wie

dem laufenden und endfälligen Zins sowie einer zusätzlichen Beteiligung am Eigenkapital des Unternehmens.

> **Credit Opportunities:** Im Gegensatz zu den beiden erstgenannten Strategien sind die Finanzierungsformen und -anlässe von Credit-Opportunities-Fonds äußerst vielfältig. Neben komplexen Refinanzierungen von Unternehmen, die aus verschiedenen Gründen vom Kapitalmarkt abgeschnitten sind, bilden Sekundärmarkt-Transaktionen den Hauptfokus. Dabei werden einzelne (in der Regel vorrangige, aber auch nachrangige) Darlehen oder ganze Kreditportfolios von Banken oder anderen Marktteilnehmern mit signifikantem Abschlag zum Nominalwert erworben und entweder bis zur Fälligkeit gehalten oder im Rahmen einer Refinanzierung bzw. eines Exits wieder veräußert. Die Zielrenditen liegen je nach Situation bei ca. 15–20%.

> **Distressed Debt:** Fonds mit dieser Investmentstrategie gehen noch einen Schritt weiter. Ähnlich wie Credit-Opportunities-

Fonds kaufen sie Darlehen im Sekundärmarkt mit einem Discount zum kalkulierten Wert. Dabei konzentrieren sie sich auf Situationen, in denen Unternehmen in eine finanzielle Schieflage geraten sind und Anpassungen der Kapitalstruktur bis hin zu Restrukturierungen notwendig erscheinen, um zukünftige Wertsteigerungen zu erzielen. Über die Wandlung von Fremdkapital in Eigenkapital in Verbindung mit der Kontrollübernahme des Unternehmens lassen sich so Private-Equity-ähnliche Renditen von über 20% erzielen.

Potenzielle Investoren im Private-Debt-Markt sollten beachten, dass die vier genannten Strategien nicht immer trennscharf zu unterscheiden sind. Eine Reihe größerer Manager wie zum Beispiel Intermediate Capital Group (ICG) oder GSO verfolgen mit ihren Fonds einen breiteren Ansatz: Je nach Phase des Kreditzyklus sind sie entweder stärker am Primärmarkt (mit Senior-Debt- und Mezzanine-Finanzierungen) aktiv oder nutzen Verwerfungen wie im zweiten Halbjahr 2011, um sich günstig bei Sekundärmarkt-Transaktionen einzukaufen. ■

Marktüberblick

Beispielhafte Transaktionen aus dem GCP Private-Debt-Portfolio

> **Senior Debt/Unitranche-Kredit: IPH von Euromezzanine finanziert**

Im Februar 2013 hat Euromezzanine zusammen mit AXA und BNP Paribas die Übernahme von IPH durch den Buyout-Fonds PAI mit einem sogenannten Unitranche-Kredit finanziert. Ein Unitranche-Kredit stellt die komplette Fremdfinanzierung einer Transaktion über eine einzige (Uni-)Tranche sicher. Diese Finanzierungsform ist als High-Yield-Ersatz für kleine und mittelgroße Unternehmen in den USA sehr verbreitet und kommt in den letzten Jahren auch in Europa zunehmend zum Einsatz. IPH ist Wettbewerber der deutschen Firma Würth und Marktführer für Industriebedarfs Güter in Frankreich.

> **Mezzanine: Prudential finanziert Übernahme von Mercury Security Products**

Ende 2012 hat Prudential Capital Partners IV die Rekapitalisierung von Mercury Security Products finanziert. Mercury ist einer

der führenden amerikanischen Hersteller von Hard- und Software für Zugangskontrollen zu Gebäuden, wie beispielsweise Zugangskartenlesegeräte und -panels. Der Marktanteil des hochprofitablen Unternehmens in den USA beträgt rund 20%. Mercury wurde 1992 gegründet und befindet sich weiterhin im Besitz des Managements.

> **Mezzanine/PIK/Eigenkapital: ICG investiert in EuroCater**

ICG Europe hat im Juni 2013 in das dänische Lebensmittelgroßhandels-Unternehmen Euro Cater investiert. In Schweden und Dänemark bietet die Firma Getränke, Nahrungsmittel und sonstigen Catering-Bedarf sowohl als Lieferservice als auch im Filialvertrieb an. Das Unternehmen ist Marktführer in Dänemark und war seit 2006 im Besitz eines Buyout-Fonds. ICG konnte durch eine flexible Finanzierungsstruktur über Mezzanine, ein endfälliges PIK-Darlehen (Payment in Kind – Darlehen ohne laufende Zins- und Tilgungsleistung)

sowie Eigenkapital die Übernahme des Unternehmens durch das Management im Rahmen eines Management-Buyouts (MBO) ermöglichen.

> **Credit Opportunities: ICG übernimmt Kreditportfolio zu einem attraktiven Preis**

Anfang 2012 hat ICG im Rahmen einer Sekundärmarkt-Transaktion ein Kreditportfolio von einer europäischen Großbank übernommen und ist damit in die Finanzierung von zwölf Unternehmenskrediten eingestiegen. Da der Verkäufer zum damaligen Zeitpunkt unter Druck stand, die Eigenkapitalbasis zu stärken, konnte ICG einen attraktiven Preis unter Par verhandeln. Zudem hat ICG aufgrund seiner Marktstellung als einer der größten Private-Debt-Fonds mit langer Historie bei der Prüfung der Transaktion davon profitiert, dass viele der Kreditnehmer aus bestehenden oder vergangenen Geschäftsbeziehungen bekannt waren.

> Distressed Debt: Oaktree übernimmt vorrangige TXU-Kredite

TXU ist ein amerikanisches Energieunternehmen, das Kohle- und Atomkraftwerke sowie Stromnetze in Texas betreibt. Im Jahr 2007 wurde das Unternehmen durch KKR, TPG und Goldman Sachs im Rahmen der bis heute weltweit größten Buy-out-Transaktion übernommen. Als die

Strompreise getrieben durch die fallenden Gaspreise in Texas stark sanken, geriet TXU in wirtschaftliche Schwierigkeiten. In dieser Situation konnten Oaktree und weitere Distressed-Debt-Fonds vorrangige Kredite des Unternehmens zu sehr attraktiven Konditionen übernehmen. Derzeit wird eine Restrukturierung des Unternehmens verhandelt, die entweder zu einer

Rückführung der Kredite oder einer Übernahme des Unternehmens durch die Kreditnehmer führen kann. Oaktree erwartet in beiden Fällen eine attraktive Rendite auf das Investment. ■

Fonds im Gespräch

Drei Fragen an Rolf Nuijens



Rolf Nuijens

- Leiter Investments Nord-Europa bei ICG
- Mitglied des ICG Investment Committee
- Seit 1998 bei ICG tätig

Intermediate Capital Group (ICG)

- Einer der weltweit größten unabhängigen Anbieter von Mezzanine, LBO Finanzierungen und Minderheits-Eigenkapitalbeteiligungen
- Aktuell ca. €12,5 Mrd. verwaltetes Vermögen
- Globale Präsenz mit Investitionsaktivität in Europa, Asien und Nord-Amerika

Niedrige Transaktionsvolumina und das Verschwinden zahlreicher Marktteilnehmer zeigen: Der europäische Markt für Mezzanine-Syndizierungen befindet sich seit 2008 in der Krise. In diesem Umfeld hat ICG letztes Jahr mit € 2,5 Mrd. den größten europäischen Mezzanine-Fonds aller Zeiten aufgelegt und inzwischen bereits zehn Transaktionen abgeschlossen. Wie passt das zusammen?

Nuijens: Es stimmt, dass es derzeit im Markt für traditionelle bzw. standardisierte Buyout-Finanzierungen nur wenige Mezzanine-Transaktionen in Europa gibt. Nichtsdestotrotz finden wir bei ICG viele attraktive Investitionsmöglichkeiten. Wir haben den Vorteil, dass wir als Firma bereits 25 Jahre im Markt sind und unsere sehr flexible Investmentstrategie mit regionalen Büros in Europa und einem grossen und sehr erfahrenen Team verfolgen, so dass wir immer wieder neue Investitionsmöglichkeiten finden und kreieren können. Das heisst, wir sind nicht nur reiner Kapitalanbieter, sondern verstehen uns als Lösungsanbieter für Buyout-Sponsoren, Unternehmen und Management Teams. Wir bieten sowohl Senior Debt/Unitranche-Lösungen, als auch weiterhin Mezzanine sowie endfällige PIK-Darlehen und Eigenkapital je nach Situation an. Und meistens bestehen unsere Investments aus einer Kombination von mehreren Finanzierungsinstrumenten. ICG hat den großen Vorteil, dass wir aus einem Fonds

sowohl Fremdkapital als auch Eigenkapital anbieten können. Darüber hinaus verfolgen wir neben neuen Buyout-Finanzierungen vor allem auch Refinanzierungen bzw. Rekapitalisierungen bestehender Transaktionen oder arbeiten mit Management Teams als Partner zusammen, um Akquisitionen zu tätigen oder sie dabei zu unterstützen, die Kontrollmehrheit an ihrer Firma im Rahmen eines Management Buyout zu übernehmen. Zusätzlich sind wir opportunistisch je nach Marktphase auch am Sekundärmarkt aktiv und kaufen Einzelkredite bis hin zu größeren Darlehensportfolios von Banken oder anderen Investoren.

ICG hat vor Kurzem in das dänische Catering-Unternehmen EuroCater investiert. Ein solches Unternehmen mit führender Marktposition und solider Geschäftsentwicklung war sicher auch für andere Finanzierungspartner attraktiv. Weshalb kam ICG bei dieser Transaktion zum Zuge?

Nuijens: EuroCater ist ein ganz typischer Fall. Wir kannten das Unternehmen bereits seit 2006, als wir mit dem damaligen Buyout-Sponsor Altor gesprochen haben, um eine Finanzierung für die Übernahme des Unternehmens bereitzustellen. Altor hatte sich damals für eine Bankenfinanzierung ohne Mezzanine und ohne uns entschieden aber wir haben das Unternehmen und das Management seitdem nicht aus den Augen verloren. In 2012 haben wir dann

erfahren, dass Altor nach ca. 6 Jahren Haltedauer plante das Unternehmen zu verkaufen. Im Verlauf der Gespräche mit dem Unternehmensgründer und dem Management konnten wir dann eine gemeinsame Finanzierungslösung erarbeiten, die es dem Management erlaubt, die Kontrollmehrheit am Unternehmen zu übernehmen und ICG als Finanzierungspartner und Minderheitsgesellschafter mit ins Boot zu holen. Letztendlich konnten wir über eine flexible Transaktionsstruktur zur Finanzierung des Kaufpreises mit Mezzanine, endfälligem PIK-Darlehen und Eigenkapital auch Altor davon überzeugen, an uns und das Management zu verkaufen.

Wo liegen aktuell die Zielrenditen von ICG?

Nuijens: Obwohl die Zielrendite für die zehn Transaktionen in unserem aktuellen Fonds ICG Europe V deutlich höher liegt, haben wir eine Mindestanforderung für Mezzanine-Investments von 1,5x (Kapitalvervielfachung) über eine Haltedauer von 3–4 Jahren. Diese erzielen wir v.a. aus vertraglichen Komponenten wie laufendem und endfälligem Zins, aber auch durch einmalige Transaktionsgebühren oder Discounts bei Einkauf von Darlehen unter Nominalwert. Wenn man die durchschnittliche Zielrendite aus unserem aktuellen Portfolio in ICG Europe V betrachtet, liegen wir v.a. aufgrund zusätzlicher Partizipation am Eigenkapital deutlich darüber. ■

Aktuelle Investitionsmöglichkeit

Golding Private Debt SICAV VIII

Mit dieser aktuellen Beteiligungsmöglichkeit setzt Golding Capital Partners seine etablierte, auf Unternehmensfinanzierungen fokussierte Dachfondsserie fort. Die Golding Private Debt SICAV VIII ist das sechste Beteiligungsprogramm, das Golding Capital Partners in diesem Anlagesegment auflegt. Vor allem das attraktive Rendite-Risikoprofil sowie die vergleichsweise geringe Korrelation mit den traditionellen Anlageklassen, wie beispielsweise Aktien- und Renten, macht die Anlageklasse für Investoren attraktiv.



Oliver Huber
Head of Private Debt
Golding Capital Partners

Mit einer Beteiligung an der Golding Private Debt SICAV VIII erhalten Investoren einen breiten Zugang zu verschiedenen Kreditstrategien in Europa und den USA. Der Investitionsschwerpunkt liegt wie bisher auf Mezzanine- und vorrangigen Senior Loans mit Fokus auf der Finanzierung von Unternehmenskäufen und Wachstumsfinanzierungen im europäischen und nordamerikanischen Mittelstand. Ergänzt wird das Portfolio je nach Marktumfeld durch opportunistische Kreditstrategien (Credit Opportunities) sowie auf Restrukturierungen spezialisierte

Kreditfonds (Distressed Debt). In diesen vergleichsweise ineffizienten Marktsegmenten lassen sich deutliche Renditeaufschläge gegenüber den liquiden Anleihemärkten erzielen. Die Kombination der verschiedenen Anlagesegmente ermöglicht eine robuste Portfolioentwicklung auch in Krisenzeiten.

Angestrebt wird eine ausgewogene Allokation zwischen Westeuropa (min. 50%) und Nordamerika (max. 50%). Wir setzen bei der Fondsauswahl auf erfahrene – teils zugangsbeschränkte – Fondsmanager, die nachweislich stabile Renditen über verschiedene Konjunkturzy-

klen erzielen konnten. Als etablierter Marktteilnehmer – in den vergangenen zehn Jahren wurden Beteiligungen an über 50 Private Debt-Fonds eingegangen – verfügt GCP über Zugang zu diesen Fonds.

> Vorteile und Chancen für Investoren:

- Breite Streuung über ca. 15 führende Mezzanine und Private Debt-Zielfonds und damit rund 300 Unternehmensfinanzierungen
- Geringe Volatilität durch breite Risikostreuung über unterschiedliche Investitionsstrategien sowie Länder, Branchen, Unternehmensgrößen und Investitionsjahrgänge
- Strukturierter Auswahlprozess der Zielfonds anhand klar definierter Due Diligence Kriterien
- Erwartete Gesamtrendite von 8% p. a. (Netto IRR)

Geplante Anlagestrategie Golding Private Debt SICAV VIII

	Senior Debt	Mezzanine	Credit Opportunities	Distressed Debt	Summe
Europa	0-10%	25-40%	5-10%	5-10%	50-60%
USA	5-15%	25-40%	5-10%	5-10%	40-50%
Summe	10-20%	50-70%	10-20%	10-20%	100%

Die Golding Garantie

Innovative und schlanke Vergütungsstruktur

Wir haben uns die maximale Interessengleichheit mit unseren Investoren zum Leitsatz gemacht und dies in einer innovativen, am wirtschaftlichen Erfolg des Investors orientierten Vergütungsstruktur für unsere Beteiligungsprogramme und Managed Accounts konsequent umgesetzt. Auch unser aktuelles Beteiligungsprodukt „Golding Private Debt SICAV VIII“ ist mit dieser Vergütungsstruktur ausgestattet: **„Wir verdienen erst dann, wenn der Investor verdient, und niemals mehr!“**. Die Berechnung der laufenden Managementvergütung erfolgt auf das investierte, nicht das gezeichnete Kapital. Diese wird allerdings nur berechnet, wenn Erträge

aus den Investments an den Investor ausgeschüttet werden. Die bei Beteiligungsprogrammen sonst übliche konstante Gebühr wird dadurch variabilisiert und erfolgsabhängig in spätere Jahre verschoben. Es entstehen keine Anfangsverluste durch hohe Managementgebühren, wodurch die typische J-Kurve deutlich reduziert wird. Diese innovative und auf gleichgelagerte Interessen ausgerichtete Vergütungsstruktur bezeichnen wir als **“Golding Garantie”**.



IMPRESSUM, KONTAKT

GOLDING CAPITAL PARTNERS GMBH

HUBERTUS THEILE-OCHEL

FLORIAN KLUGE

DIRK HOMBERG

MÖHLSTRASSE 7

81675 MÜNCHEN

TEL +49 89 41 99 97-0

WWW.GOLDINGCAPITAL.COM

INFO@GOLDINGCAPITAL.COM