

INSIDE PRIVATE DEBT



Sehr geehrte Damen und Herren,
liebe Geschäftspartner,

die Anlageklasse Private Debt erfreut sich seit zwei bis drei Jahren gestiegener Popularität bei institutionellen Investoren in Europa. Zahlreiche Asset Manager und Private-Equity-Gesellschaften sind in jüngster Zeit auf den fahrenden Zug aufgesprungen, haben Private-Debt-Teams aufgebaut und Fundraising-Aktivitäten in diesem Bereich gestartet. Die rapide steigende Anzahl neuer Manager im Markt und das rasant wachsende Fundraising-Volumen wecken Erinnerungen an die Periode 2005 bis 2007 vor Ausbruch der Finanzkrise.

Seit Auflage des ersten Beteiligungsprogramme für institutionelle Investoren im Jahr 2004 gehört Golding Capital Partners zu den Pionieren von Private Debt in Deutschland. Wir kennen die Chancen, aber auch die Fallstricke und Risiken dieser Anlageklasse. Inzwischen verwalten wir für unsere Investoren sechs Beteiligungsprogramme in Private Debt mit einem Gesamtvolumen von über 1,7 Mrd. Euro. In den vergangenen zwölf Jahren haben diese Dachfonds Investitionen in mehr als 60 Zielfonds aus Europa und den USA mit über 2.000 Einzeltransaktionen getätigt.

In unserem aktuellen Newsletter möchten wir Sie über die unterschiedlichen Erfolgsmodelle von Large-Cap-Fonds und Small-/Mid-Cap-Managern im Private-Debt-Markt informieren. Eine Auswertung der Preqin-Datenbank zur Performance von 430 Fonds im Zeitraum von 1999 bis 2012 liefert dazu ein überraschendes Ergebnis, das gängige Vorurteile von Investoren zu den unterschiedlichen Rendite/Risiko-Profilen in beiden Größensegmenten widerlegt.

Darüber hinaus geben wir Ihnen in bewährter Weise einen Überblick über spannende Transaktionen aus unserem Portfolio und stellen Ihnen mit Growth Capital Partners (GCP) einen herausragenden Fondsmanager vor.

Eine interessante Lektüre wünscht Ihnen

Hubertus Theile-Ochel
Geschäftsführer

Im Blickpunkt

Unterschiedliche Erfolgsmodelle im Private Debt-Bereich

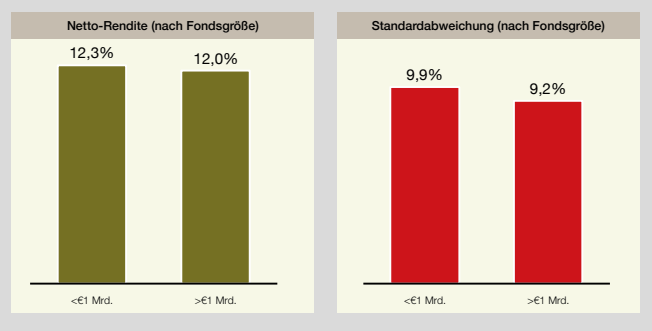
Milliarden-Fonds vs. fokussierte Nischenspieler

Im anhaltenden Niedrigzinsumfeld der letzten Jahre hat die Anlageklasse Private Debt aufgrund ihres attraktiven Rendite/Risiko-Profiles viel Zuspruch aus der europäischen Investorenlandschaft erfahren. Allerdings sind Investoren, die sich mit einer möglichen Anlage in Private Debt beschäftigen, mit vielfältigen Herausforderungen konfrontiert. Neben den aufsichtsrechtlichen und steuerlichen Anforderungen stellt sich in erster Linie die Frage nach der richtigen Anlagestrategie. Von zentraler Bedeutung sind dabei der regionale Fokus (Europa vs. USA), die Segmentallokation (Senior Loans, Mezzanine, Credit Opportunities und Distressed Debt) und vor allem die Managerselektion.

Bei der Auswahl aus den weltweit Hunderten von Private-Debt-Managern lassen sich viele Investoren von einem gängigen Vorurteil leiten: Große Milliarden-Fonds, sogenannte Large-Cap-Fonds mit einem „Brand Name“, sollten eine im Vergleich zu kleineren Fondsmanagern stabilere bzw. „sichere“ Performance garantieren. Andererseits wird erwartet, dass kleinere Fonds, die vor allem auf Small- und Mid-Cap-Transaktionen fokussiert sind, höhere Renditen erzielen können und zugleich deutlich volatiler sind.

Diese Annahmen widerlegt eine Auswertung von Preqin, der weltweit bedeutendsten Datenbank für Private-Debt-Fondsperformance: Sie umfasst Daten von insgesamt 430 Fonds aus den Jahrgängen 1999 bis 2012. Überraschenderweise liegt die durchschnittliche Nettorendite von Fonds mit einer Größe von über 1 Mrd. Euro bei ca. 12% und ist damit nahezu identisch mit Fonds, die ein Volumen von unter 1 Mrd. Euro ausweisen. Auch unterscheidet sich das Risiko, gemessen an der Standardabweichung der Nettorenditen, mit 9,9% für die Gruppe der kleineren Fonds nur unwesentlich von den 9,2% der Milliarden-Fonds.

Rendite und Risiko von Private Debt Fonds



Wahl des Managers entscheidend

Diese auf den ersten Blick vielleicht verblüffenden Zahlen werden durch unsere Erkenntnisse aus den letzten zwölf Jahren als

Investor in dieser Anlageklasse bestätigt. Unsere Erfahrung zeigt, dass es am Ende auf die Auswahl der richtigen Fondsmanager ankommt. Marktsegmentbetrachtungen, etwa zu Parametern wie der Fondsgröße, spielen dagegen eine eher untergeordnete Rolle. Allerdings unterscheiden sich die Erfolgsfaktoren von Large-Cap-Fonds und Small-/Mid-Cap-Fonds zum Teil erheblich. Konsequenterweise stehen in der Fondsprüfung, der sogenannten Due Diligence, bei der Beurteilung spezifischer Risiken der jeweiligen Investitionsstrategie und der Organisation unterschiedliche Kriterien im Vordergrund.

Größere Fonds mit höherer Flexibilität

Während kleinere Fonds fast immer einen relativ engen Investmentfokus haben, sind größere Fonds in der Regel mit einem flexibleren Mandat ausgestattet und investieren häufig paneuropäisch oder sogar global. Diese geografische Flexibilität kann ein großer Vorteil sein, wie auch die Möglichkeit, je nach Phase des Kreditzyklus sowohl im Primärmarkt als auch im Sekundärmarkt (beim Kauf von Kredittranchen mit Abschlag zum Nominalwert) zu agieren. Fondsmanager wie Intermediate Capital Group (ICG) oder Blackstone/GSO haben dies während und nach der Finanzkrise mit erfolgreichen Investments eindrucksvoll gezeigt. Auch verfügen diese Organisationen über große Teams und Ressourcen, häufig an mehreren internationalen Standorten, auf die sie bei der Generierung von Transaktionen zurückgreifen können. Allerdings müssen Investoren bei diesen großen, oft börsennotierten Multi-Milliarden-Asset-Managern immer auch potenzielle Interessenkonflikte sowie die Zuordnung von Ressourcen und Mitarbeitern zu den einzelnen Investmentstrategien im Blick behalten. So gibt es aus den Jahren vor der Finanzkrise 2005 bis 2007 eine Reihe von Negativbeispielen, als große Private-Equity-

Manager erstmalig in den Kreditbereich expandiert sind und dafür Fonds aufgelegt haben. Einige ließen sich von der Aussicht auf schnelles AuM-Wachstum leiten, versäumten es jedoch, ihren Kreditbereich adäquat mit dem richtigen Personal zu besetzen und eine echte Kreditkultur mit Fokus auf Risikobegrenzung zu etablieren. Konsequenterweise kamen diese Fonds dann in den Jahren der Finanzkrise unter die Räder.

Herausragende Nischenplayer

Fonds im Small- und Mid-Cap-Bereich, die sich häufig auf einen regionalen Markt konzentrieren oder eine Nischenstrategie verfolgen, differenzieren sich in erster Linie durch die jahrelange Investitionserfahrung der handelnden Personen an der Spitze sowie die Qualität ihres Netzwerks. Der Kreditmarkt bei Small- und Mid-Cap-Transaktionen ist im Vergleich zu Large-Caps deutlich intransparenter und illiquider. Erfolgreiche Teams, die proprietären Zugang zu interessanten Transaktionsgelegenheiten haben und aufgrund ihrer Erfahrung einen sorgfältigen Kreditauswahlprozess verfolgen, können in diesem Marktsegment signifikante Illiquiditätsprämien verdienen. Jedoch sind Investoren auch hier mit mannigfaltigen Herausforderungen konfrontiert. Dazu gehört die stärkere Abhängigkeit von den Bedingungen im jeweiligen Marktumfeld und Sektor, auf die nur begrenzt reagiert werden kann. Auch gibt es etliche Beispiele dafür, wie ein zu starkes Fondswachstum nach Erfolgen in der Vergangenheit dazu führen kann, dass ein Fondsmanager aus seinem Markt „herauswächst“ und in einem neuen, veränderten Wettbewerbsumfeld nicht mehr ausreichend attraktive Investitionsgelegenheiten findet. Das wohl offensichtlichste Risiko dieser kleineren Fonds ist aber die Abhängigkeit von wenigen handelnden Schlüsselpersonen („Key Men“). Brechen plötzlich wichtige Leis-

tungsträger weg, zum Beispiel durch Krankheit oder Unfall, hat dies meist unmittelbaren Einfluss auf die Fondsperformance. Darüber hinaus kann durch eine ungelöste Nachfolgeproblematik im Fondsmanagement eine Unwucht im Team entstehen, die zu ungewollten Abgängen von wichtigen Leistungsträgern führt. Als Investor in Small- und Mid-Cap-Fonds wird man nie alle Teamrisiken komplett ausschließen können. Allerdings bietet eine intensive Fondsprüfung im Vorfeld die Gelegenheit, in mehreren Gesprächen mit dem Fondsmanagement sowie über Referenzen eine belastbare Einschätzung der handelnden Personen zu gewinnen und gegebenenfalls teamseitige Risiken zu erkennen.

Klare Regeln für ein erfolgreiches Portfolio

Beim Aufbau eines Private-Debt-Portfolios liegt daher der Schlüssel zum Erfolg, neben einer breiten Diversifikation über verschiedene Private-Debt-Strategien, Regionen und Fondsjahrgänge, in der Auswahl der richtigen Fondsmanager. Was erfolgreiche Small- und Large-Cap-Fonds vereint, ist ein belastbarer Track Record über mehrere Kreditzyklen hinweg, gepaart mit langjähriger Krediterfahrung im Team. Am Ende kommt es darauf an, auf die richtigen Menschen setzen, die sich in guten Zeiten wie in Krisensituationen bewährt haben. ■



Oliver Huber

Head of Private Debt, Golding Capital Partners

Marktüberblick

Beispielhafte Transaktionen aus dem GCP Private-Debt-Portfolio

› Mezzanine/Eigenkapital: ICG investiert in Minimax

Im August 2014 unterstützte ICG das Management und eine Gruppe weiterer Investoren bei der Übernahme des deutschen Unternehmens Minimax Viking. Die Gesellschaft ist der Weltmarktführer im Bereich Brandschutz und bietet sowohl einfache Feuerlöscher als auch individuelle Brandschutzlösungen für große Gebäudekom-

plexe an. Seit der Ausgliederung aus dem Preussag-Konzern im Jahr 2000 konnte Minimax unter dem Dach von verschiedenen Private-Equity-Gesellschaften strategisch weiterentwickelt werden. Mit der durch ICG finanzierten Transaktion wurden nun die Weichen für das weitere langfristige Wachstum des Unternehmens gestellt.

› Senior Loan: Cerberus finanziert Suzo-Happ

Der amerikanische Kreditmanager Cerberus finanzierte im Februar 2015 die Übernahme der schwedischen Gesellschaft Scan Coin durch das US-Unternehmen Suzo-Happ. Suzo-Happ mit Unternehmenssitz in Mount Prospect, Illinois, ist einer der führenden Anbieter von Automatenkomponenten. Zum Produktangebot gehört beispielsweise die

Münzerkennungsmechanik von Getränke- oder Spielautomaten. Mit der Übernahme des schwedischen Konkurrenten verbessert Suzo-Happ die Positionierung in Europa und rundet sein Produktangebot gezielt ab.

› **Credit Opportunities: GSO investiert in Kredite von C&J Energy Services.**

GSO, die Kreditsparte von Blackstone, investierte im Frühjahr 2015 in syndizierte Kredite des Unternehmens C&J Energy Services. C&J ist ein Dienstleistungsunternehmen in der Öl-&-Gas-Industrie und bietet beispielsweise Unterstützung bei

Bohrungen an. Der Kredit finanziert den Zusammenschluss von C&J mit einem Teil des Unternehmens Nabors Industries, der im Sommer 2014 vereinbart wurde. Aufgrund der erhöhten Marktvolatilität im Bereich Öl & Gas im Herbst 2014 konnte die Finanzierung nicht wie ursprünglich geplant bei Investoren platziert werden. GSO war als Ankerinvestor in der Lage, einen signifikanten Anteil der Kredittranche mit attraktivem Discount zum Nominalwert zu erwerben und dadurch den Abschluss der Transaktion zu ermöglichen.

› **Aktueller Exit: Growth Capital Partners veräußert Iglu.**

Der britische Wachstumsfinanzierer Growth Capital Partners (GCP) konnte Anfang Juni 2015 sein vor drei Jahren getätigtes Investment in Iglu erfolgreich an einen Private-Equity-Investor veräußern. Iglu ist ein Online-Reiseveranstalter mit Fokus auf Kreuzfahrten und Skiferien. Während der Partnerschaft mit GCP konnte Iglu durch organisches Wachstum und Akquisitionen den Umsatz nahezu verdoppeln. Die erzielte Rendite aus dieser Veräußerung liegt deutlich über den ursprünglichen Annahmen.

Fonds im Gespräch

Marktperspektiven eines Wachstumsfinanzierers in Großbritannien – drei Fragen an Garrett Curran, Partner bei Growth Capital Partners (GCP)



Garrett Curran
Partner, Growth Capital Partners (GCP)

Welche Unternehmenssituationen eignen sich besonders für den „Integrated Finance“-Ansatz von Growth Capital Partners, und wie sieht eine typische Transaktionsstruktur von GCP aus?

Curran: Wir verfolgen im Wesentlichen zwei Arten von Transaktionen: Wachstumsfinanzierungen und Management Buyouts (MBOs). Dabei arbeiten wir immer in einer Partnerschaft mit Management Teams zusammen, sei es bei Wachstumsfinanzierungen, bei denen wir Kapital für Akquisitionen bereitstellen, oder bei einem MBO, wo wir in der Regel das bestehende Management unterstützen, die Kontrollmehrheit an ihrer Firma zu übernehmen. Unser Investmentfokus liegt auf Small-Cap-Unternehmen in Großbritannien, typischerweise mit einem EBITDA von unter 10 Mio. britischen Pfund, die sich auf einem klar erkennbaren Wachstumspfad befinden, aber nicht alle Kriterien für eine klassische Bankenfinanzierung erfüllen. In der Strukturierung unserer Deals sind wir flexibel und können uns den Anforderun-

gen der jeweiligen Situation und des Unternehmens anpassen. Allerdings strukturieren wir alle Transaktionen mit einem laufenden Cash-Kupon und häufig mit einem endfälligen Zins (PIK); darüber hinaus halten wir an allen Unternehmen signifikante Anteile am Eigenkapital. Typischerweise sind das Minderheitsbeteiligungen in der Bandbreite von 25% bis 49%.

Mussten Sie aufgrund des andauernden Niedrigzinsumfelds auch Abstriche bei Ihren Renditeerwartungen machen? Wie sieht das Pricing Ihrer aktuell abgeschlossenen Transaktionen aus?

Curran: Als wir 2011 am Anfang der Investmentperiode unseres dritten Fonds standen, lag das Pricing unserer Transaktionen bei etwa 10% p.a. (davon 8% jährlicher Cash-Kupon plus 2% endfälliger PIK), hinzu kam signifikantes Gewinnpotenzial aus unserer Eigenkapitalbeteiligung. Wenn ich auf die letzten vier Jahre zurückblicke, sind aus den 10% etwa 9% geworden. Bei zwei Transaktionen, die aktuell kurz vor dem Abschluss stehen, liegt das Pricing bei 8% Cash-Kupon (kein PIK) plus ca. 50% Beteiligung am Eigenkapital sowie bei 5% Cash-Kupon plus 5% endfälligem PIK plus ca. 40% Beteili-

gung am Eigenkapital des Unternehmens. Wir werden also weiterhin ordentlich bezahlt.

Ihr Fonds hat seit Gründung 1999 erfolgreich durch zwei Marktabschwünge investiert. Was war Ihre wichtigste Erfahrung aus den Jahren der Finanzkrise 2008/2009?

Curran: Wir investieren seit Beginn in kleinere und mittelgroße Unternehmen in Großbritannien – das Pendant zum deutschen Mittelstand. Viele davon haben in den Jahren des Wirtschaftsabschwungs schwere Zeiten durchgemacht. So sind zum Beispiel wichtige Kunden weggebrochen, oder die Firmen waren mit erheblichen Sektorverwerfungen wie jüngst in der Öl-&-Gas-Branche konfrontiert. Für mich war in diesem Zusammenhang die beeindruckendste Erfahrung, wie widerstandsfähig sich viele dieser Unternehmer und Management Teams gezeigt haben und wie erfolgreich sie ihre Firma durch die Krise führen konnten. Am Ende kommt es für uns darauf an, die richtigen Unternehmen auszuwählen und auf starke Management Teams zu setzen, mit denen wir eine Partnerschaft auf Zeit eingehen. Die Erfahrung hat gezeigt, dass ein gutes Management Team auch in schlechten Zeiten bestehen und erfolgreich agieren kann. ■

Growth Capital Partners (GCP)

- Spezialist für Wachstumsfinanzierungen von kleineren und mittelgroßen Unternehmen in Großbritannien
- 1999 gegründet mit Sitz in London und partnerschaftlich geführt

Aktuelle Investitionsmöglichkeit

Golding Private Debt SICAV VIII

Mit der Golding Private Debt SICAV VIII erhalten Investoren Zugang zu einem über Branchen, Länder, Unternehmensgrößen und Investitionsjahrgängen breit gestreuten Portfolio an privaten Unternehmensfinanzierungen. Der Investitionsschwerpunkt liegt auf Mezzanine- und vorrangigen (Senior-Debt-/Unitranche-)Finanzierungen in Europa und den USA. Ergänzt wird das Portfolio durch

opportunistische Kreditstrategien (Credit Opportunities) sowie auf Restrukturierungen spezialisierte Kreditfonds (Distressed Debt).

In diesen vergleichsweise ineffizienten Marktsegmenten lassen sich auch im andauernden Niedrigzinsumfeld weiterhin Renditeaufschläge gegenüber den liquiden Anleihemärkten erzielen. Golding Capital Partners setzt bei der Fondsauswahl auf

erfahrene Manager, zu denen langjährige Beziehungen bestehen und die sich gerade in Krisenzeiten bewährt haben – so wurden in den vergangenen zwölf Jahren Beteiligungen an über 60 Private-Debt-Fonds in Europa und den USA eingegangen. Bei vielen diesen Manager sind wir bereits in der dritten, vierten oder sogar fünften Fondsgeneration investiert. ■

Die Vorteile im Überblick

- Bei weiter sinkenden Renditeniveaus bleiben Private Debt Spreads weiter attraktiv gegenüber anderen Kreditprodukten
- Die intelligente Kombination verschiedener Private Debt-Strategien ergibt ein robustes Portfolio für alle Phasen des Kreditzyklus
- Aufbau eines breit diversifizierten Portfolios von ca. 15 führenden Private Debt-Fonds mit breiter Streuung über ca. 300 Unternehmensfinanzierungen aus verschiedenen Branchen und Regionen
- Bereits 17% des gezeichneten Kapitals abgerufen: Neun Zielfonds gezeichnet sowie einen Secondary erfolgreich erworben; attraktive Fondspipeline für weitere Zeichnungen innerhalb der nächsten 6–12 Monate
- Konservative Renditeprognose von ca. 8% p.a. Netto-IRR
- Mit der „Golding Garantie“ bieten wir ein innovatives und rein erfolgsabhängiges Gebührenmodell

IMPRESSUM, KONTAKT

GOLDING CAPITAL PARTNERS GMBH
JEREMY GOLDING
HUBERTUS THEILE-OCHEL

MÖHLSTRASSE 7
81675 MÜNCHEN
TEL. +49 89 41 99 97-0
WWW.GOLDINGCAPITAL.COM
INFO@GOLDINGCAPITAL.COM
ABDRUCK HONORARFREI