



Schwerpunktthema „Private Debt“

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



PIMCO

PEMBERTON

nuveen
A TIAA Company

NATIXIS
INVESTMENT MANAGERS

M.M. WARBURG & CO

MEAG
A Munich Re company

1852

Invesco

Helaba Invest

GOLDING

crosslend

CapitalDynamics
TRULY INVESTED

BlackRock

BF capital
Real Estate Debt

Bitte merken Sie sich die folgenden Termine vor:

Montag, 5. September 2022

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

Mittwoch, 7. September 2022

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

Montag, 12. September 2022, Frankfurt

BAI InnovationsDay

Dienstag, 20. September 2022

BAI Praxis-Webinar zur Umsetzung der SFDR RTS

Mittwoch, 21. September 2022

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

Mittwoch, 26. Oktober 2022

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

Mittwoch, 2. November 2022, Frankfurt

BAI Workshop Sustainable Finance & ESG

Inhalt

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

Beschleunigte Aufholjagd in der Krise

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

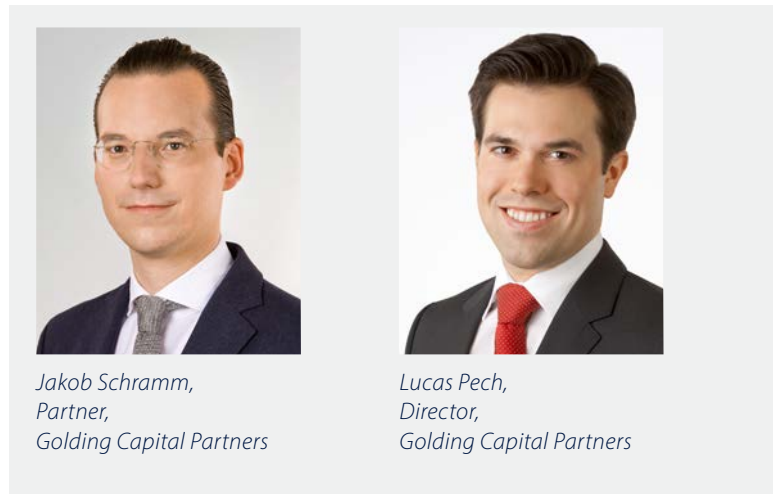
Alternative Finanzierer gewinnen stetig Marktanteile in der Unternehmensfinanzierung hinzu. Auch im konservativen Deutschland, wo die traditionelle Hausbank noch die dominierende Fremdkapitalquelle ist, dürften Private-Credit-Fonds in einigen Jahren der wichtigste Kreditgeber für Firmen sein – wie es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

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

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

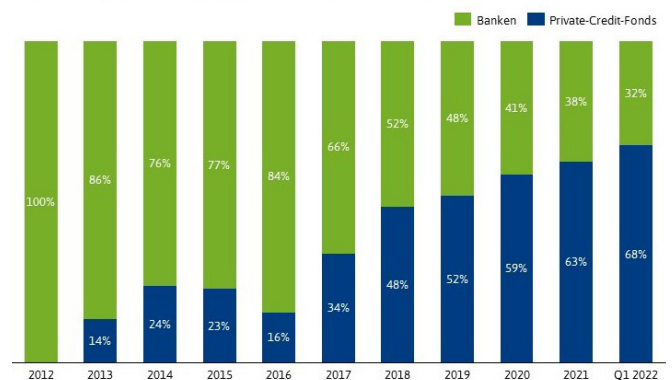
Private-Credit-Fonds springen hier zunehmend in die Bresche. Denn zum einen unterliegen sie weniger regulatorischen Restriktionen, zum anderen haben sie effektivere Möglichkeiten, Risiken zu bewerten und zu tragen. Viel Kreditgeschäft, das die Banken verschmähen, betrachten die alternativen Finanzierer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

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



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

Marktanteile Private-Credit-Fonds vs. Banken in Deutschland



Auswirkung höherer Marktzinsen und Inflationsraten

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

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

Beschleunigte Aufholjagd in der Krise

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

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

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

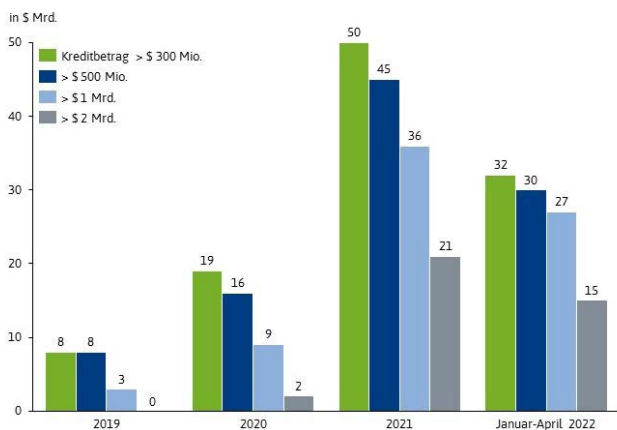
Private-Credit-Fonds dagegen sind diesen Einschränkungen nicht unterworfen und haben die Möglichkeit, über die aktuelle Phase hinauszuschauen und längerfristige Marktchancen in den Fokus zu rücken. Aus ihrer Sicht sind Softwareunternehmen grundsätzlich interessant, weil ihre Cashflows meist sehr stabil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

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

Beschleunigte Aufholjagd in der Krise

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

Volumen großer Private-Credit-Transaktionen (global)



Partner auch in schwierigen Zeiten

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

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

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

Anzahl Private-Credit-Transaktionen in Europa



Private Credit profitiert vom aktuellen Marktumfeld

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

Kontakt und Autoren:

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

Jakob Schramm
Partner, Head of Private Credit
 Telefon: +49 89 419997 672
 E-Mail: schramm@goldingcapital.com

Lucas Pech
Director Private Credit Investments
 Telefon: +49 89 419997 360
 E-Mail: pech@goldingcapital.com