

Newsletter IV/2020

Schwerpunktthema „Private Debt“



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

**auxmoney**

**BF** capital  
Real Estate Debt

**CEPRES**

**FRANKLIN  
TEMPLETON**

**GOLDING**

**NATIXIS**  
INVESTMENT MANAGERS

**nuveen**  
A TIAA Company

**SS&C** ADVENT

**UNIVERSAL  
INVESTMENT**

### Bitte merken Sie sich die folgenden Termine vor!

Mittwoch, 9. September 2020 (11:00 – 12:00 Uhr)

**BAI Webinar „Mittelstandsfinanzierung über lokale Finanzinstitute in Emerging Markets – aktuelle Erfahrungen und Perspektiven aus Sicht der KfW-Tochter DEG“**

Donnerstag, 17. September 2020 (11:00 – 12:00 Uhr)

**BAI Webinar „Impact of COVID-19 on alternative assets“**

Donnerstag, 24. September 2020 (15:00 – 16:00 Uhr)

**BAI Webinar "Infrastructure Debt in Emerging Markets – high protection against credit risks in times of COVID-19"**

Save the Date: Dienstag, 27. und Mittwoch, 28. April 2021 (Frankfurt)

**BAI Alternative Investor Conference (AIC)**

u.a. mit Key-note-Vorträgen von Prof. Dr. Veronika Grimm, Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg, Mitglied des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, und Prof. Dr. Beatrice Weder di Mauro, Professor of International Economics, Graduate Institute of International and Development Studies / IHEID, Research Professor and Distinguished Fellow Emerging Markets Institute, INSEAD

## Inhalt

- 3** Leitartikel  
Annette Olschinka-Rettig, BAI e.V.
- 7** Mitgliederneuvorstellungen
- 8** Projektfinanzierungen in Eurasien – Infrastruktur- (Debt)-Projekte entlang der neuen Seidenstraße  
Interview mit Prof. Dr. Detlev Hummel, Universität Potsdam
- 11** Kreditmarktplätze: Ein Zugang zu Krediten als attraktive Anlageklasse  
Daniel Zakowski und Jonas Thiel, auxmoney GmbH
- 15** Kreditfonds trotzen Corona  
Manuel Köppel, BF.capital GmbH
- 17** Middle Market Direct Lending - Vorteile der Umsetzung von ‚Sponsored‘ und ‚Non-Sponsored‘ Transaktionen  
Stefan Bauer, Franklin Templeton
- 20** Navigating Private Debt: A Deep Dive into Historical Risk and Returns  
Dr. Daniel Schmidt and Simon Tang, CEPRES
- 27** Proaktives Krisen- und Risikomanagement – der Schlüssel zum Erfolg bei Private Debt-Fonds  
Abhik Das, Golding Capital Partners
- 31** Private Credit Manager mit einer Dosis „gesunder Paranoia“ und Krisenerfahrung werden sich im Post-COVID-Abschwung behaupten  
Nicole Downer, Freya Field, beide MV Credit Partners LLP, und Lukas Neubauer, Natixis Investment Managers
- 36** Private Credit: Chancen im mittelständischen Segment nutzen und aktuelle Herausforderungen meistern  
Romina Smith, Nuveen
- 41** Verrechnung von negativen Werten im VAG-Reporting für Alternative Investments  
Jegor Tokarevich und Lukas König, SOF
- 44** Ist Private Debt der neue Hedgefonds?  
Marc Schwarz, SS&C Advent
- 49** Private Debt: Anlageklasse nicht nur für Boomzeiten  
Dr. Sofia Harrschar, Universal-Investment
- 52** Veranstaltungshinweise
- 59** Buchvorstellungen

von Abhik Das, Golding Capital Partners

*Die anhaltende COVID-19-Pandemie führt zu deutlichen Herausforderungen in den Portfolien von Private Debt-Fonds. Gleichzeitig bringt jede Marktverwerfung auch eine Vielzahl neuer Investitionsoportunitäten mit sich, von denen Private Debt-Fonds durchaus profitieren können. Entscheidend für den weiteren Erfolg des Private Debt-Marktes wird dabei sein, wie die einzelnen Fonds die aktuelle Krise bewältigen. In diesem Zusammenhang ist ein proaktives Krisen- und Risikomanagement unerlässlich.*

Die COVID-19-Pandemie und die damit einhergehenden gravierenden Einschränkungen des öffentlichen Lebens haben weitreichende Auswirkungen auf mittelständische Unternehmen – dem primären Marktsegment von Private Debt-Fonds. Die anhaltende Unsicherheit bedeutet, dass in vielen Fällen eine valide Einschätzung in punkto Ausfällen oder sogar möglichen Abschreibungen noch zu früh ist. Allerdings ist damit zu rechnen, dass es in Bezug auf Zinszahlungen oder Kreditsicherungsklauseln (sog. Covenants) zu Zahlungsverzügen kommen wird oder gewisse Kreditvertragsbestimmungen nicht eingehalten werden können. Entscheidend ist dabei, wie proaktiv Private Debt-Fonds, deren Kreditnehmer und wiederum deren Eigentümer – oftmals Private Equity-Fonds – auf die aktuelle Situation reagieren. Was die meisten Private Debt-Fonds dabei gemeinsam haben, ist ein lösungsorientierter Ansatz auf verschiedene Krisensituationen. Dadurch sind viele Private Debt-Fonds solide aufgestellt, um die momentane und mittelfristig fortlaufende Unsicherheit zu meistern.

## **Fokus auf Liquidität**

Die Auswirkungen der Corona-Krise haben Unternehmen unterschiedlicher Branchen ungleich hart getroffen. So ist leicht nachvollziehbar, dass Unternehmen im Einzelhandel stärker betroffen sind als die meisten Software-Firmen oder Unternehmen in der Gesundheitsbranche. Schicksalhaft, aber ebenso wenig verwunderlich ist, dass die Krise für Gesellschaften, die schon vor Ausbruch der Pandemie mit strukturellen oder unternehmensspezifischen Problemen zu kämpfen hatten, zur Unzeit kam. Das traf besonders dort zu, wo schon vor COVID-19 eine zu hohe und damit in Krisenphasen nicht tragbare Verschuldung erkennbar war.

Doch diese Krise traf auch vermeintlich stabile Firmen oder Sektoren. Dazu zählen zum Beispiel Privatschulen oder Betreiber von Kindertagesstätten, die oft von einem auf den anderen Tag ihre Türen schließen und in der Folge hohe Umsatzrückgänge hinnehmen mussten. In erster Linie lag entsprechend bei allen Private Debt-Fonds der Fokus auf der Liquiditätssituation. Etablierte, disziplinierte Fonds ste-

hen ohnehin in einem regelmäßigen Austausch mit den jeweiligen Portfoliounternehmen. In der aktuellen Phase wurde dieser Dialog eindeutig intensiviert, indem die meisten Kreditnehmer angehalten wurden, in regulären Abständen sogenannte Liquiditätsprognosen zu liefern (Phase I; siehe Darstellung). Dabei handelt es sich um ein Instrumentarium, das bei einer unerwartet schwächeren Geschäftsentwicklung oftmals zum Tragen kommt. Die Finanzvorstände fokussieren sich dabei – im Austausch mit den Private Debt-Fonds – üblicherweise auf einen Prognosezeitraum von dreizehn Wochen. Diese Analyse ermöglicht die fortlaufende Einschätzung der Lage und damit auch die Evaluierung weiterer Maßnahmen.

Mit den Erfahrungswerten von meist mehr als drei Monaten in der aktuellen Krise – oft auch schon früher – starten viele Firmen über die Phase I hinaus Diskussionen über längerfristige Liquiditätsplanungen. Darunter fallen beispielweise die Verschiebung einzelner Kapitalinvestitionen, der Einsatz von staatlich bewilligten Unterstützungsmechanismen wie Kurzarbeit, Überbrückungskrediten oder Bürgschaften, bis hin zur Sistierung gewisser Ausbau- oder Wachstumspläne. Im Dialog mit Private Debt-Fonds geht es vor allem aber um eine nüchterne Analyse der Kapitalstruktur und der damit (nachhaltigen) Tragbarkeit des Fremdkapitals (Phase II).

## **Große Bedeutung von Kreditverträgen**

Ist das Verschuldungsniveau nicht mehr tragbar, wird besonders deutlich, wie wichtig Kreditverträge und die darin enthaltenen Kreditsicherungsklauseln sind. Covenants erlauben Private Debt-Fonds letzten Endes, mit den Kreditnehmern und deren Eigentümern in einen noch aktiveren Dialog zu treten, um gerade in finanziell schwierigen Situationen Lösungen zu finden. Bei (temporären) Liquiditätsengpässen kann das die Stundung möglicher Zinszahlungen für eine gewisse Periode beinhalten, aber auch die Anpassung mancher Bestimmungen, um mehr unternehmerische Flexibilität zu ermöglichen. Diese ohnehin anspruchsvollen Diskussionen beinhalten immer ein „Geben und Nehmen“ zwischen Kreditnehmer, Gesellschafter und Private Debt-Fonds. In vielen Fällen werden die Unternehmen nämlich auf zusätzliche Liquiditätsspritzen angewiesen sein – oft von ihren Eigentümern. Im Portfolio von Golding Capital Partners haben wir bereits in Q2 2020 einige Fälle gesehen, wo die aktive Zusammenarbeit von Private Debt- und Private Equity-Fonds zu einer zumindest auf mittelfristige Sicht tragbaren Lösung für die jeweiligen Unternehmen führte. Bei einem spezialisierten Distributor von medizinischen Produkten im deutschsprachigen Raum war beispielsweise schon im April erkennbar, dass die Firma bis Ende 2020 zusätzliches Kapital benöti-

gen würde. In diesem Fall war der Private Debt-Fonds – der alleinige Kreditgeber eines erstrangig besicherten Darlehens – bereit, für eine bestimmte Zeit die Zinslast zu verringern und Anpassungen bei den Covenants vorzunehmen. Als Bedingung und eine Art Gegenleistung verpflichtete sich gleichzeitig der Eigentümer, ein europäischer Private Equity-Fonds, weiteres Eigenkapital zu investieren. Ein Teil wurde

dabei direkt zur Verringerung der Schuldenlast auf ein tragfähigeres Niveau eingesetzt. Ein weiterer Teil soll der Firma als Liquiditätspuffer dienen. Gespräche über solche Restrukturierungen (Phase III) sind bei vielen weiteren Unternehmen aktuell im Gange oder konnten in den letzten Wochen und Monaten abgeschlossen werden.

		Aktivitäten / Diskussionen	Ziele / Anliegen
Q1 / Q2 2020	Phase I – Liquiditätsanalyse (auf 3 Monate)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Proaktive Diskussionen mit den Kreditnehmern und den Gesellschaftern (Private Equity-Sponsoren)</li> <li>Liquiditätsprognosen von 13 Wochen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kurz- bis mittelfristige Liquiditätsanforderungen ermitteln</li> <li>Reduktion des „Cash Burn“</li> <li>Liquiditätsmöglichkeiten (Banken, Garantien etc.)</li> </ul>
	Phase II – Langfristigere Liquiditätsanalyse / -planung	<ul style="list-style-type: none"> <li>Analyse von längeren „Lockdown“-Szenarien</li> <li>Weitere Liquiditätsanforderungen</li> <li>Anpassung / Berichtigung gewisser Prozesse / Vertagung gewisser Investitionen etc.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Umfassende Szenarioanalysen</li> <li>Sanierungspläne, inkl. der Notwendigkeit von möglichen Betriebsmittellinien bei der Wiederaufnahme von Geschäftsaktivitäten</li> </ul>
Q2 2020 und darüber hinaus	Phase III – Kurzfristige Restrukturierungen	<ul style="list-style-type: none"> <li>Falls Liquidität notwendig wird – wer stellt diese zur Verfügung?</li> <li>Verhandlungen mit Anwälten / Beratern</li> <li>Repricing und / oder Anpassung der Covenants</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bestmögliche Liquiditätsquellen erörtern</li> <li>Neues Risikoprofil analysieren und Handlungsoptionen definieren</li> <li>Anpassung der Kreditverträge / Kontrolle</li> </ul>
	Phase IV – Langfristigere Adjustierung der Risikoposition	<ul style="list-style-type: none"> <li>Weiterhin intensives Monitoring, oft durch noch bessere Informationsrechte</li> <li>Ist die Risikoposition weiterhin angemessen / muss die Verschuldung verringert werden?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Weitere Liquiditätsmaßnahmen, besonders bei einer anhaltend schwachen Entwicklung</li> <li>Reduktion des Risikoprofils durch Refinanzierungs- und / oder Exit-Pläne</li> </ul>

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Arcmont Asset Management.

## Position der Private Debt-Fonds

Restrukturierungen werden oft negativ assoziiert. Das vorausgegangene Beispiel zeigt jedoch, dass es in solchen unternehmerischen Krisensituationen letzten Endes um die Lösung konkreter Fragestellungen geht. Zum Beispiel darum, wer einen bestehenden Liquiditätsbedarf decken soll – springt der Gesellschafter oder gegebenenfalls ein Private Debt-Fonds ein? Oder aber darum, ob die Zinsen für eine bestimmte Periode gestundet, die Kapitalstruktur angepasst und damit die Verschuldung verringert und möglicherweise die Covenants damit ebenso abgeglichen werden können.

Dass solche Themen häufig kontrovers diskutiert werden, ist naheliegend. In diesem Zusammenhang ist aber zunächst vor allem ein Umstand hervorzuheben, der gerade in Krisensituationen von großer Bedeutung ist: (Senior) Private Debt-Fonds grenzen sich in der Art und Weise, wie auf Problemfälle reagiert wird, deutlich vom Markt für breit syndizierte Darlehen (sog. Leveraged Loans)

ab. Im Segment der mittelständischen Unternehmensfinanzierungen, oft auch (Corporate) Direct Lending genannt, fokussiert sich Golding Capital Partners nur auf Investitionen in Fonds und Co-Investments, bei denen der Private Debt-Fonds typischerweise den alleinigen Kreditgeber stellt und damit den weitaus größten Teil des (erstrangigen) Fremdkapitals darstellt. Es geht hier also um den klaren Fokus auf die direkte, bilaterale Vergabe von erstrangig besicherten Darlehen an Unternehmen. In dieser Position haben die Fonds deutlich umfassendere Schutz- und Informationsrechte. Das beinhaltet zum einen den intensiveren Dialog mit den Unternehmen, was z. B. bei weiteren Wachstumsfinanzierungen relevant sein kann. Vor allem aber kommt dieser Position in finanziell schwierigeren Situationen eine besonders gewichtige Bedeutung zu. Denn es ist erheblich leichter, mit nur drei bis vier Parteien am „runden Tisch“ Lösungen zu finden als in einem Konsortium von 30 bis 40 oder noch mehr Parteien im Markt für Leveraged Loans oder hochverzinsliche



Anleihen (High Yield Bonds). In solchen Situationen ist es oft nahezu unmöglich, einen Überblick über die teils komplett unterschiedlichen Partikularinteressen der einzelnen Investoren zu bekommen. Das tragische Tauziehen um das deutsche Modeunternehmen Takko Fashion in diesem Jahr ist nur eines von vielen Beispielen, die das veranschaulichen.

### **Bessere Krisenresistenz von Private Debt-Fonds**

In der aktuellen Krise sollte der strukturelle Aspekt mit einem alleinigen Kreditgeber schnellere, proaktivere Reaktionsmöglichkeiten gestatten. Folglich sollte dies zu einer besseren Krisenresistenz führen, die mit tieferen Ausfallraten und höheren Verwertungserlösen einhergeht. Nun ist aber der europäische Private Debt-Markt – gerade im Segment der erstrangig besicherten Darlehensvergabe (Senior Direct Lending) – noch relativ jung. Er hat de facto noch keine Leistungsbilanz über mehrere Kreditzyklen vorzuweisen. Dass die aktuelle Krise sich komplett anders präsentiert als die globale Finanzkrise 2008/2009, macht eine erste, quantitative Analyse zur möglichen Robustheit des Private Debt-Marktes noch anspruchsvoller.

Ein Blick auf den größeren und etablierteren Private Debt-Markt in Nordamerika liefert aber durchaus verlässliche Anhaltspunkte. Auf Basis der uns verfügbaren Datensätze im Zeitraum zwischen 2008-2010 mussten nordamerikanische Private Debt-Fonds im Segment der erstrangigen Darlehen realisierte Verlustraten von durchschnittlich 0,5 bis 1,5 Prozent hinnehmen. Auch wenn die Daten auf einer relativ geringen Anzahl an Transaktionen basieren, ist der Leistungsausweis deutlich besser als im US-amerikanischen Leveraged Loan-Markt. Ausfallraten erreichten damals Ende 2009 bei über 11 Prozent ihren Zenit. Bei Verwertungserlösen von 50 bis 70 Prozent ergab das durchschnittliche Ausfallraten von 3 bis 5,5 Prozent. Angesichts der Tatsache, dass nahezu 100 Prozent aller heutigen Leveraged Loans ohne Covenants strukturiert wurden (Covenant-Lite), ist in der aktuellen Krise leider mit noch höheren Verlustraten zu rechnen. Das noch stärkere Interesse von institutionellen Investoren am Private Debt-Markt, weg von traditionelleren festverzinslichen Instrumenten, ist vor diesem Hintergrund wenig überraschend.

### **Chancen für Private Debt-Fonds**

Die Finanzkrise 2008/2009 wird oft als Sternstunde für den Private Debt-Markt gesehen, der auf dem strukturellen Rückzug traditioneller Finanzierungsformen basiert. Auch in der aktuellen Krise gehen wir davon aus, dass sich Banken noch stärker auf größere Firmen-

kunden und ihre Heimatmärkte fokussieren werden. Gut aufgestellte Private Debt-Fonds mit erfahrenen Teams und soliden institutionellen Rahmenbedingungen sollten auch in der aktuellen Krise wieder dort die Lücke schließen können, wo der Finanzierungsbedarf mittelständischer Unternehmen über Banken nicht gedeckt werden kann. Erste, jüngst abgeschlossene Transaktionen deuten dabei auf unverkennbar bessere risikoadjustierte Renditen hin – ein Resultat tieferer Verschuldungsgrade bei deutlich besseren Zinssätzen und Schutzrechten. Diese Finanzierungsaktivitäten sollten einen maßgeblichen Beitrag zur wirtschaftlichen Erholung mittelständischer Unternehmen leisten können.

Die Volatilität, die gerade in den ersten beiden Quartalen dieses Jahres in den liquideren Märkten für Leveraged Loans und High Yield Bonds festzustellen war, legte in diesem Zusammenhang zudem die Schwäche von breit syndizierten Finanzierungen offen. Selbst größeren Unternehmen, die normalerweise von den kreditnehmerfreundlichen Konditionen in diesen Märkten profitieren können, blieb der Zugang zu solchen Finanzierungen verwehrt. Die Akquisitionsfinanzierung des deutschen Unternehmens Schülke im April dieses Jahres veranschaulicht das gut. Unter normalen Bedingungen wäre eine Firma mit dieser Größe und Qualität (ein führender Anbieter von Hygiene- und Infektionspräventionslösungen) im breit syndizierten Markt mit offenen Armen empfangen worden. Zu diesem Zeitpunkt war der Markt für Neuemissionen jedoch faktisch geschlossen. In solch volatilen, unsicheren Marktphasen werden die Vorteile des Private Debt-Marktes zudem noch offensichtlicher. Die Akquisition durch den Private Equity-Investor EQT wurde nämlich durch einen einzigen Private Debt-Fonds finanziert (HPS Investment Partners), der den weitaus größten Teil des Fremdkapitals darstellt und somit als alleiniger Kreditgeber auftritt. Erfahrene Private Equity-Häuser wie EQT sind mit verschiedenen Finanzierungsoptionen bestens vertraut. Vor allem wissen sie nur zu gut, wie komplex, langwierig und zeitintensiv sogenannte Syndizierungsprozesse sein können. Die Finanzierungslösung mit HPS kam zweifellos zu kreditgeberfreundlicheren Bedingungen zustande, inklusive höheren Zinssätzen und umfassenden Kreditsicherungsklauseln. In diesem Falle überwogen jedoch die Vorteile der Transaktionssicherheit. Während einer längeren Syndizierung hätte EQT nämlich sehr wahrscheinlich die Aktivierung sogenannter „Market Flex“-Klauseln hinnehmen müssen, was den syndizierenden Banken das Recht gibt, die Zinssätze zu erhöhen und andere Konditionen zugunsten der Kreditinvestoren zu verbessern. Das Beispiel Schülke (Finanzierungsvolumen: €325 Millionen) veranschaulicht auch, dass Private Debt-Fonds zunehmend größere Transaktionen alleine oder in einem Konsortium von maximal zwei bis drei anderen Fonds darstellen können. Jüngere Beispiele wie LifeStance

Health in den USA, Ardonagh Group in Großbritannien oder der global tätige Finanzdienstleister Apex Group unterstützen diesen Trend zu teilweise milliardenschweren Private Debt-Transaktionen. Diese Kreditnehmer hätten vor einem Jahr mit großer Wahrscheinlichkeit den Leveraged Loan-Markt aufgesucht. Die Finanzierungslösung mit einem Private Debt-Fonds kommt nun mit der gewünschten Transaktionssicherheit, dafür aber mit deutlichen besseren Konditionen für den Kreditgeber. Das beinhaltet nicht nur ein besseres „Pricing“ (mit Zinssätzen von 200-500 Basispunkten über dem im Leveraged Loan-Markt erzielbaren Renditen), sondern auch attraktivere Vorfälligkeitsentschädigungen und vor allem eine deutlich kreditgeberfreundlichere Dokumentation. Der letzte Punkt ist aus unserer Sicht einer der wichtigsten, weil er die Abgrenzung zum Leveraged Loan-Markt deutlich unterstreicht (Stichwort: Covenants).

Die stärkere Präsenz von Private Debt-Fonds ist also nicht nur im „klassischen“ mittelständischen Segment zu beobachten. Etablierte Spieler mit erfahrenen Teams und dem notwendigen Kapital können selbst für größere Unternehmen eine geeignete Finanzierungsalternative bieten. Angesichts der anhaltenden Unsicherheit im Rahmen der COVID-19-Pandemie spielen solche zusätzlichen Alternativen eine wichtige Rolle für die angestrebte wirtschaftliche Erholung.

**Kontakt:**

*Golding Capital Partners GmbH  
Einsteinstraße 172  
81677 München  
[www.goldingcapital.com](http://www.goldingcapital.com)*



*Abhik Das  
Managing Director,  
Head of Private Debt  
Tel.: +49 89 419 997-252  
[das@goldingcapital.com](mailto:das@goldingcapital.com)*