Newsletter I/2023

BAI REPRESENTING ALTERNATIVE INVESTMENTS

Schwerpunktthema „Private Debt“

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

apera asset management, BARINGS, ALTERNATIVE PARTNERS, BF capital Real Estate Debt, BlackRock, BRIGHT CAPITAL, ELF CAPITAL GROUP, Fidelity INTERNATIONAL, FRANKLIN TEMPLETON, GOLDING, HANSAINVEST, HARBOURVEST, NATIXIS INVESTMENT MANAGERS, Ninety One, nuveen A TIAA Company, PRIME CAPITAL, pwc, STEPSTONE inside private markets, SwissLife Asset Managers, TCW

BAI REPRESENTING ALTERNATIVE INVESTMENTS

„Private Debt"

Newsletter I/2023

Bitte merken Sie sich die folgenden Termine vor:

Donnerstag, 9. März 2023, Frankfurt
BAI Private Debt Symposium

Donnerstag, 30. März 2023, online
BAI-Mitgliederversammlung

Montag, 24. April – Mittwoch, 26. April 2023, Kap Europa, Frankfurt
BAI Alternative Investor Conference (AIC)

Save the Date: Dienstag, 9. Mai 2023
BAI Insight 60

Save the Date: Donnerstag, 7. September 2023, Frankfurt
BAI InnovationsDay

Save the Date: Donnerstag, 19. Oktober 2023, Frankfurt
BAI Real Assets Symposium

Save the Date: Montag, 20. November 2023, Frankfurt
BAI Workshop Sustainable Finance & ESG

Inhalt

4 **Leitartikel**
Frank Dornseifer, BAI e.V.

7 **Mitgliederneuvorstellungen**

9 **Greenwashing durch Fondsnamen? Anmerkungen zu ESMAs Konsultationspapier**
Michael Bommer, BAI e.V.

16 **Gastkommentar: Neue Chancen für Private Equity**
Harald Klug, BlackRock

17 **Nachhaltig hohe Kreditqualität und überdurchschnittliche Renditen für Akquisitionsfinanzierungen im Lower Mid Market in Europa**
Dr. Klaus Petersen und Benjamin Schall, Apera Asset Management

20 **Private Credit: Trends in einem schwierigen Marktumfeld**
Adam Wheeler, Barings

22 **Infrastructure Debt – Die richtige Anlage zur richtigen Zeit?**
Sabine Fischer und Alexander Bode, BB Alternatives GmbH

28 **Trends in Real Estate Debt**
Manuel Köppel, BF.capital GmbH

31 **Private Credit: Entwicklungen und Chancen bei der direkten Kreditvergabe**
Rizwan Khan und Dr. Theo Weber, BlackRock

36 **Private Debt für kleine und mittlere Unternehmen und Hidden Champions**
Matthias Mathieu, BRIGHT CAPITAL

39 **Corporate Private Debt – Alternative zu Bankkrediten und Private Equity für Unternehmen und attraktive Anlageklasse für institutionelle Investoren**
Florian Wimpff und Philipp Dambach, ELF Capital Group

42 **The value of embedding ESG in due diligence**
Michael Curtis, Fidelity International

45 **Schnallen Sie sich an – an den Kreditmärkten wird es turbulent**
Ray Costa, Benefit Street Partners

50 **Immer besseres Umfeld für Private-Debt-Co-Investments**
Florian Hofer, Golding Capital Partners

54 **Trotz hoher Inflation und steigender Zinsen – bleibt Private Debt attraktiv?**
Robert Guzialowski, HANSAINVEST Hanseatische Investment-GmbH

57 **The case for private credit after a reset in the public markets**
Karen Simeone and Martina Schliemann, HarbourVest Partners

60 **Senior Loans vs High Yield: warum sich Senior Loans im aktuellen Marktumfeld bewähren**
Sebastian Römer, Natixis Investment Managers

65 **Private-Debt: Sponsorless-Transaktionen bei Mittelstandskrediten – ein unausgeschöpfter Markt**
Chris Rust und Lei Lei, Ninety One

68 **Volatilität an europäischen Märkten bietet Chancen für Investitionen in Immobilienkredite**
Nuveen

71 **Die Auswirkungen steigender Zinsen auf den Immobilienmarkt und wie Investoren davon profitieren können**
Guido Gerstner, Prime Capital AG

74 **Private Real Estate Debt Investments - Ende eines kontinuierlichen Aufschwungs?**
Sebastian Kreutel, Andreas Hofstätter, Niklas Storch, PwC

78 **Private Debt – An All-Weather* Asset Class**
Matthias Erb und Veith Riebow, StepStone Group

85 **Senior Secured Loans – eine attraktive Alternative**
Valeriy Petrov und Benno Jöckel, Swiss Life Asset Managers

89 **Resiliency in Times of market Turbulence**
Richard T. Miller and Suzanne Grosso, TCW Private Credit

94 **Veranstaltungshinweise**

97 **Buchvorstellungen**

Immer besseres Umfeld für Private-Debt-Co-Investments

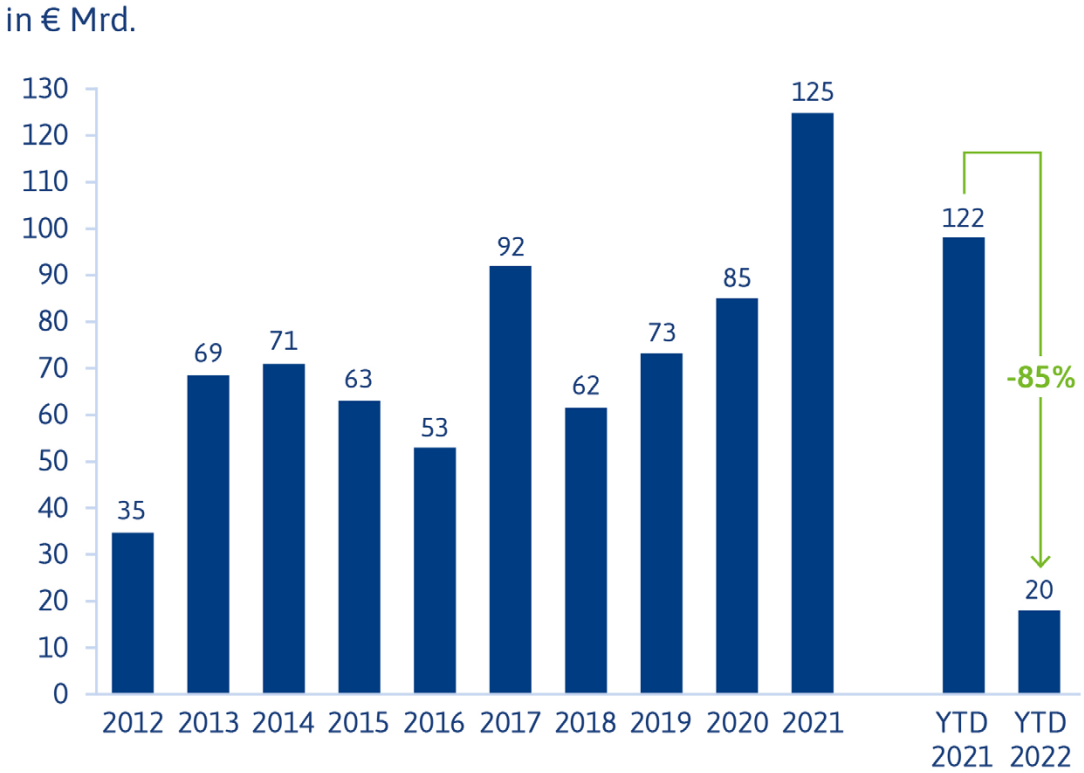
Investoren, die an der Seite von Kreditfonds Fremdkapital an Unternehmen vergeben, finden derzeit das beste Marktumfeld seit der Finanzkrise vor. Fonds tragen immer häufiger aktiv Deals an sie heran; Dealflow, Volumina und Qualität der Transaktionen nehmen zu.

Florian Hofer
Director Investments,
Golding Capital Partners

Das Umfeld für Private-Debt-Co-Investoren ist in den vergangenen zwölf Monaten immer attraktiver geworden. Wer an der Seite eines Private-Debt-Fonds Unternehmen Fremdkapital zur Verfügung stellt, hat mittlerweile eine erheblich größere Auswahl an attraktiven Transaktionen als noch vor einem Jahr. Dazu tragen unterschiedliche Entwicklungen bei.

So setzt sich der Trend, dass Banken bei der Kreditvergabe an Unternehmen immer selektiver und zurückhaltender werden, verstärkt fort. Dafür sorgen schon seit Längerem die Daumenschrauben, die die Regulatoren an die Institute angesetzt haben, und die sie immer enger ziehen. Mit den 2022 aufgeflammten geopolitischen Spannungen, der Energiekrise und der Inflation sorgen sich die Banken nun auch um die Konjunktur in Deutschland und Europa. Immer mehr Unternehmen, die in der Vergangenheit problemlos bei ihrer Hausbank Kredit bekommen hatten, werden von dieser nun nicht mehr finanziert, weil die Institute die Ausfallrisiken in ihrem Portfolio im Fall einer Rezession fürchten. Aber auch die liquiden Märkte machen zunehmend dicht: Das Transaktionsvolumen bei europäischen Hochzinsanleihen ist in den elf Monaten bis November 2022 um mehr als 80 Prozent auf nur noch 20 Milliarden Euro eingebrochen.

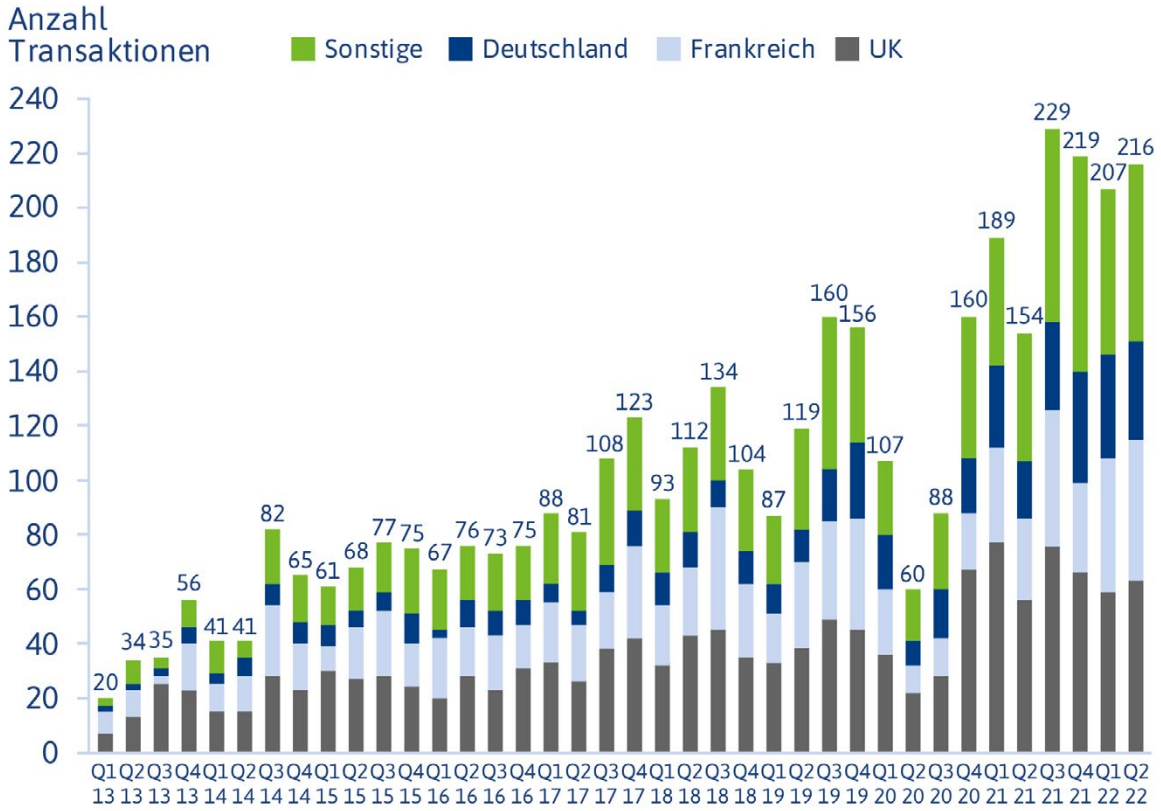
Europäische Hochzinsanleihen – Jährliches Emissionsvolumen



Quelle: LCD (YTD-Daten sind bis und mit November 2022)

Der Mittelstand fragt deshalb zunehmend Fremdfinanzierungen bei Private-Debt-Fonds nach. Auch diese beobachten das Marktumfeld genau und lassen noch mehr als vorher die Finger von zyklischen Geschäftsmodellen. Jedoch fallen bei den Banken auch immer häufiger Unternehmen mit Erfolg versprechendem Geschäftsmodell und guter Finanzstärke durch das Raster. Private-Debt-Fonds, die weniger regulatorischen Restriktionen unterliegen und eine längerfristige Perspektive als die Banken haben, finanzieren solche Unternehmen gerne. Das schlägt sich in der Zahl der europäischen Private-Debt-Transaktionen nieder, die weiterhin nahe ihrem Allzeithoch vom dritten Quartal 2021 liegt. Dabei ist das Vereinigte Königreich der aktivste Private-Debt-Markt, gefolgt von Frankreich und Deutschland.

Private-Debt-Transaktionen in Europa



Quelle: Deloitte Alternative Lender Deal Tracker Q2 2022

Die steigende Nachfrage nach privaten Finanzierungen schlägt sich in spürbar besseren Konditionen für die Kreditgeber nieder. Dazu trägt einerseits das insgesamt höhere Zinsniveau bei. Aber auch die Margen und Gebühren haben im abgelaufenen Jahr im Durchschnitt um etwa einen Prozentpunkt zugelegt. Die stärkere Position von Private-Debt-Gebern hat auch dazu geführt, dass Kreditnehmer wieder strengere Kreditverträge akzeptieren, die das Risiko für den Kreditgeber senken. Große Kreditnehmer, die sich in der Vergangenheit zumeist zu lockeren Konditionen am liquiden Markt finanziert haben, sind bereit, einschränkende Klauseln, sogenannte Covenants, in privaten Finanzierungen zu dulden. Unter dem Strich hat sich die prognostizierte Rendite (IRR) von Private-Debt-Transaktionen innerhalb der vergangenen zwölf Monate um mehr als drei Prozentpunkte auf rund zehn Prozent verbessert.

Gleichzeitig hat die Fundraising-Dynamik bei vielen Fonds im letzten Jahr abgenommen. 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 daher noch häufiger als in der Vergangenheit vor, dass Co-Investoren mit ins Boot genommen werden müssen.

Auch größere Konzerne fragen Privatkredite nach

Wichtige Veränderungen gibt es in der Struktur der Kreditnehmer. Neu ist, dass nicht nur kleinere mittelständische Firmen, sondern zunehmend auch größere Konzerne private Finanzierungen nachfragen. Dabei sind inzwischen auch Konzerne mit einem EBITDA von 100 oder 150 Millionen Euro, die sich noch vor einem Jahr problemlos über den liquiden Markt finanziert hätten. Das lässt auch die Volumina einzelner Private-Debt-Transaktionen steigen.

Ein prominentes und aktuelles Beispiel ist Ekaterra, die ehemalige Teesparte von Unilever, die der britische Konsumgüterriese im vergangenen Jahr an einen Finanzinvestor verkauft hatte. Zur Finanzierung der Übernahme wurde ein Kredit in Höhe von rund zwei Milliarden Euro von Banken zur Syndizierung zugesagt, welche Medienberichten zufolge aufgrund der Unsicherheit am liquiden Markt erfolglos blieb. In der Folge haben die Banken diesen Kredit nun im vergangenen Herbst an private Kreditfonds veräußert. Wie berichtet wurde, waren die Banken dabei bereit, großzügige Discounts zu gewähren, um die Positionen aus den Büchern zu haben.

Grundsätzlich gehen größere Kreditnehmer mit einer höheren Deal-Qualität einher, da größere Firmen tendenziell bessere Möglichkeiten haben, konjunkturelle Durststrecken zu überstehen. Zugleich pflegen auch die Fonds Investmentdisziplin und vermeiden im aktuellen Umfeld zu große Klumpenrisiken. Während also die gesamten Transaktionsvolumina zunehmen, reduzieren die Fonds ihre eigenen Ticketgrößen. Waren einzelne Fonds vor einem Jahr häufig bereit, Deals von über einer Milliarde Euro zu stemmen, peilen sie nun eher Volumina von 200 bis 300 Millionen Euro an. Um trotzdem bei großen Transaktionen zum Zuge zu kommen, sind sie zunehmend auf Co-Investmentpartner angewiesen, die einen Teil des Finanzierungsvolumens übernehmen.

Das zeigt sich sehr deutlich am Dealflow der Private-Debt-Co-Finanzierer in den vergangenen zwölf Monaten. So wurden an Golding Capital Partners im Jahr 2022 knapp 100 Co-Investment-Deals herangetragen – ein Plus von fast 60 Prozent gegenüber dem Vorjahr und beinahe eine Verdreifachung gegenüber 2020.

Private-Debt-Co-Investoren finden derzeit das beste Umfeld seit der Finanzkrise vor. Während sie in der Vergangenheit bei den großen Kreditfonds darum werben mussten, bei interessanten Deals berücksichtigt zu werden, kommen inzwischen die Fonds aktiv auf Co-Investoren mit gutem Track-Record und direkter Transaktionserfahrung zu. Da auch die Fonds aus einer Vielzahl von Anfragen auswählen können, sind die Angebote an die Co-Investoren bereits „vorselektiert" und weisen eine deutlich höhere Qualität auf als noch vor einem Jahr. Im Sinne einer „doppelten Due Diligence" prüfen die Co-Investoren das Investment selbstverständlich auch selbst.

Dabei kommt es verstärkt auf die Krisenfestigkeit des Kreditnehmers an. Geschäftsmodelle aus zyklischen Branchen haben derzeit kaum Aussichten, einen Privatkredit zu erhalten. Gefragt sind dagegen Unternehmen aus den Bereichen Gesundheit oder Technologie. Auch bei diesen aber achten die Kreditgeber noch stärker als in der Vergangenheit darauf, ob sie sich in vergangenen Rezessionen gut geschlagen haben oder in hohem Maße Umsatzeinbußen verzeichnen mussten.

Eine weiterhin wichtige Rolle spielen dabei der Verschuldungsgrad des Kreditnehmers und dessen Möglichkeiten, mit steigenden Zinsen umzugehen.

Private Debt wird zum Hauptinstrument der Unternehmensfinanzierung

Die beschriebene Entwicklung beschleunigt den Aufstieg von Private Debt von einem Nischenprodukt zum Hauptinstrument der Unternehmensfinanzierung. In den USA und anderen Ländern mit hoch entwickeltem Finanzmarkt sind private Kreditgeber längst die dominierende Fremdkapitalquelle für den Mittelstand. Im besonders konservativen Deutschland halten viele CFOs an der Finanzierung durch die Hausbank fest und ziehen andere Optionen erst dann in Betracht, wenn diese ihrerseits den Geldhahn zudreht.

Das kommt nun immer häufiger vor. Nicht nur wegen der beschriebenen regulatorischen Restriktionen. Eine wichtige Rolle spielt auch der wachsende Spardruck, der auf den Banken lastet. Vor allem die Konkurrenz durch FinTechs nagt an den Erträgen der Institute und zwingt sie, in großem Stil Personal abzubauen und Filialen zu schließen. Damit gehen auch gewachsene Kundenbeziehungen und regionale Nähe verloren. Die Banken verlieren dadurch an Kompetenz, die Zukunftsfähigkeit einzelner Unternehmen einzuschätzen, und lehnen häufiger die Finanzierung auch solcher Geschäftsmodelle ab, die bei näherer Betrachtung sehr aussichtsreich wären.

Private-Debt-Fonds dagegen haben einen anderen, längerfristigen Blick auf zu finanzierende Unternehmen. Zwar achten auch sie auf die Besicherung ihrer Kredite. Doch während die Banken dabei oft das Augenmerk auf harte Assets legen, die sich im Insolvenzfall verwerten lassen, steht für die Fonds die Zukunftsfähigkeit des Geschäftsmodells im Fokus. Dabei verfügen Kreditfonds über erfahrene Investmentexperten, die solche Beurteilungen qualifiziert treffen können.

Immer besseres Umfeld für Private-Debt-Co-Investments

Softwareunternehmen sind ein gut nachvollziehbares Beispiel für die unterschiedliche Betrachtungsweise von Banken und Private-Debt-Investoren. Unabhängig von der aktuellen Marktlage, die dieser robusten Branche in die Hände spielt, finanzieren Private-Debt-Fonds Softwarefirmen grundsätzlich gerne, weil sie ihr Geld mit Lizenzen oder wiederkehrenden „Software-as-a-Service"-(SaaS-)Umsätzen verdienen, deren Cashflows gut planbar sind. Bei Banken dagegen gelten Softwareunternehmen oft als weniger kreditwürdig, weil sie über verhältnismäßig wenig materielles Vermögen verfügen.

Auch wenn noch nicht alle Firmen um die Möglichkeiten von Private Debt wissen, ist mit dauerhaft zunehmendem Interesse vonseiten der Unternehmen zu rechnen. Denn Private Debt bietet den Unternehmen Vorteile, welche die etwas höheren Zinsen mehr als aufwiegen. Dazu gehört, dass die Fonds in der Regel binnen weniger Wochen über einen Kreditantrag entscheiden, während Banken dafür regelmäßig mehrere Monate brauchen. In vielen Fällen kann dieser Zeitunterschied darüber entscheiden, ob das Unternehmen eine angestrebte Transaktion durchführen kann oder nicht. Zudem verstehen sich Private-Debt-Investoren als langfristige Partner der von ihnen unterstützten Unternehmen. Sollten neue Opportunitäten zusätzliches Kapital erfordern, stellen Fonds die benötigten Mittel meist schnell zur Verfügung, während Banken zuerst einen neuen, langwierigen Prüfprozess in Gang setzen. Private-Debt-Fonds sind zudem meist in der Lage, passgenauere Lösungen anzubieten als Banken. Das kommt gerade schnell wachsenden Unternehmen zugute, die sehr spezifische Bedürfnisse haben, zum Beispiel was Tilgungspläne betrifft.

Aufgrund dieser Vorteile gehen zunehmend auch solche Unternehmen auf Privatkapitalanbieter zu, die Zugang zu Bankkrediten oder dem liquiden Markt hätten. Der Markt bekommt zusätzliche Dynamik dadurch, dass immer mehr Verantwortliche in den Unternehmen positive Erfahrungen mit Private Debt gemacht haben oder von Erfolgsgeschichten gehört haben.

In der aktuellen konjunkturellen Phase hilft Private Debt Unternehmen mit aussichtsreichem Geschäftsmodell, Finanzierungslücken zu schließen, die der Rückzug der Banken hinterlässt. Mittelfristig ist mit einem weiterwachsenden Bedarf an Private Debt und einer immer stärkeren Professionalisierung des Segments zu rechnen. Auch in Deutschland dürfte sich die Finanzierungsform immer weiter etablieren und den klassischen Bankkredit als die dominierende Form der Fremdkapitalfinanzierung für den Mittelstand ablösen, wie es in Ländern mit höher entwickeltem Kapitalmarkt längst der Fall ist. Mit wachsenden Ticketgrößen werden dabei auch Co-Investoren als Partner der Fonds eine immer wichtigere Rolle spielen und einer breiteren Anlegerschicht direkten Zugang zu Private-Debt-Investments ermöglichen.

Kontakt und Autor:

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

Florian Hofer
Director Investments
Telefon: +49 89 419997 190
E-Mail: Hofer@goldingcapital.com