



Private Debt: Asset-Klasse hat ihre Resilienz unter Beweis gestellt

Die Nachfrage institutioneller Investoren nach Private-Debt-Anlagen nimmt zu. Über die Vorteile und Besonderheiten einer sehr heterogenen Asset-Klasse diskutierten **Malte Kleindiek,** Stabsabteilungsleiter Direktanlage & Private Debt bei Provinzial Asset Management, **Eugenio Sangermano,** Geschäftsführer von BF Capital, **Anke Rindermann,** Managing Director Global Corporate Ratings bei Morningstar DBRS, **Lars Hagemann,** Head of Structured Finance bei Berenberg, und **Eric Ostermann,** Head of Private Debt Corporate Direct DACH bei Generali Asset Management. Es moderierten **Dr. Guido Birkner** und **Patrick Daum.**

SPONSOREN

1590
BERENBERG

GENERALI
INVESTMENTS



„Private Markets müssen sich in ihrer relativen Attraktivität gegenüber den liquiden Asset-Klassen laufend bewähren und sind kein Selbstzweck.“

Wie bilden Sie die Asset-Klasse Private Debt bei Ihnen im Haus ab?

Rindermann: Ich bin verantwortlich für die Ratings von Unternehmen in Europa. Dieser Bereich unterteilt sich in Private Credit – das umfasst sponsorengeführte mittelständische Unternehmen mit einem EBITDA zwischen 30 Millionen und 100 Millionen Euro, die stark gehebelt sind und Ratings von B und darunter aufweisen – sowie in große institutionelle Firmen, klassische Unternehmen im Auto-, Services-, Retail-Bereich, aber auch Projekt- und Infrastrukturfinanzierung.

Hagemann: Ich leite bei Berenberg einige Disziplinen im Private-Debt-Geschäft. Seit 2014 machen wir das Kreditgeschäft nicht mehr ausschließlich auf der eigenen Bilanz, sondern über Co-Investment-Vehikel. Wir haben viele institutionelle Investoren gewonnen, die mit uns gemeinsam in Corporate Direct Lending, Infrastruktur, Energie, Shipping Debt, Growth Credit und Real Estate Debt investieren.

Sangermano: Bei BF Capital, einem Joint Venture von W&W und der BF Gruppe, dessen Geschäftsführer ich bin, sind wir ausschließlich auf Private Debt fokussiert. Im Segment Real Estate Direct Lending legen wir selbst Fonds auf und im Bereich Private-Debt-Fund-Investments managen wir das Private-Debt-Programm der W&W. Aktuell arbeiten wir zudem daran, uns für Drittkunden zu öffnen. Im Bereich Fondsinvestments investieren wir in vier Sub-Asset-Klassen: Corporate Direct Lending, Infrastructure Debt, Real Estate Debt sowie opportunistische Debt-Strategien. Insgesamt haben wir hier circa 2,4 Milliarden Euro committet und verfügen über ein Portfolio von knapp 1,5 Milliarden Euro.

Ostermann: Im Asset Management der Generali Gruppe verwalten wir im Wesentlichen das Kapital der Versicherung, aber auch Drittgelder. Ich persönlich bin für das Deutschlandgeschäft unserer Direct-Lending-Fonds tätig, die derzeit ein Volumen von 700 Millionen Euro haben. Den Fokus legen wir dabei auf das Sponsor-backed Buy-out-Geschäft, also stark gehebelte Non-Investment-Grade-Unternehmen. Das umfasst sowohl Unitranche als auch – gemeinsam mit Banken – Senior Loans. Alles läuft ausschließlich in Euro, wir haben also kein Währungsrisiko in den Fonds.

Kleindiek: Ich verantworte bei der Provinzial Asset Management die klassische



MALTE KLEINDIEK
STABSABTEILUNGSLEITER DIREKTANLAGE & PRIVATE DEBT, PROVINZIAL ASSET MANAGEMENT

Commitments über etwa 1,5 Milliarden Euro hat Provinzial Asset Management in Corporate-Direct-Lending und Infrastrukturfinanzierungen. Direkt investiert Kleindiek mit seinem Team nicht. Bei der GP-Auswahl setzt er auf Top-Tier-Manager mit langem Track-Record.

Rentendirektanlage, die Private-Debt-Investments und die ESG-Aktivitäten. Auch wir verwalten das Kapital für unsere Mutter sowie für externe Kunden. Unter Private Debt fallen bei uns Corporate Direct Lending, Infrastrukturfinanzierungen und seit neuestem auch die Finanzierung von Stadtwerken, denen wir über die Bereitstellung von Nachrangkapital bei der Energiewende und der Transformation helfen wollen.

Wie hat sich denn bei Ihnen in den vergangenen Jahren die Rolle von Private Debt verändert?

Sangermano: Als wir 2013 mit Private-Debt-Investments begannen, sollten wir den deutschen Mittelstand finanzieren. Doch relativ schnell war klar, dass der Mittelstand keine Finanzierung von einer Versicherungsgruppe aus Deutschland benötigt. Daher sind wir dazu übergegangen, über Fonds zu investieren. Damals gab es vor allem Mezzanine-Fonds, die sich im Zeitablauf zu Unitranche-Fonds entwickelt haben. So hatten wir anfangs zwei Asset-Klassen im Fokus: Senior Loans, also Corporate Direct Lending, und Infrastructure Debt. Inzwischen investieren wir im Bereich Corporate Private Debt nahezu global – Europa, USA und seit 2021 auch in asiatische Direct-Lending-Fonds. Infrastructure Debt decken wir über Enhanced-Credit-Strategien oder Junior Debt ab. Real Estate Debt ist unsere Kleinstallokation und 2019 kamen noch opportunistische Credit-Strategien hinzu.

Kleindiek: Bei Corporate Direct Lending haben wir aktuell Commitments über ungefähr 1 Milliarde Euro, bei Infrastrukturfinanzierung sind es etwa 500 Millionen Euro. In unserer Asset Allocation ist geregelt, wie groß der Private-Markets-Anteil mittel- und langfristig sein soll. Innerhalb unseres Private-Markets-Bestands entfallen etwa 60 Prozent auf Eigenkapital – Private Equity und Infrastruktur-Equity – und 40 Prozent auf Fremdkapital. Die Private Markets müssen sich in ihrer relativen Attraktivität gegenüber den liquiden Asset-Klassen laufend bewähren und sind kein Selbstzweck.

Ostermann: Wir haben einen ganzheitlich getriebenen Ansatz und investieren sowohl in direkte Kredite als auch andere Kreditfonds. Darüber hinaus möchten wir durch unsere Fonds auch externe Investoren ansprechen. Aus unserer Sicht lohnt sich der Aufbau des Direktgeschäfts, da wir innerhalb der Private Markets eine verstärkte Nachfrage nach Private Debt



ANKE RINDERMANN
MANAGING DIRECTOR GLOBAL CORPORATE RATINGS, MORNINGSTAR DBRS

Rindermann erkennt eine Verlagerung von Investments vom Public-Bond- in den Private-Lending-Markt.

sehen. Besonders im Lower-Mid-Market-Bereich sehen wir Potential für attraktivere Rendite-Risiko-Verhältnisse als etwa im Large-Cap-Segment mit seinen lockeren Kreditvertragskonditionen.

Hagemann: Bei Berenberg steht Risikoaversion seit jeher ganz oben. Mit der Pleite von Lehman Brothers haben wir begonnen, klassische Leverage-Buy-out-Transaktionen zu finanzieren. Da sich dies aber irgendwann nicht mehr über die eigene Bilanz skalieren ließ, haben wir 2014 – als Private Debt in Deutschland noch sehr jung war – begonnen, klassische Luxemburger Fondsstrukturen für institutionelle Investoren aufzusetzen. Da wir bei uns vor allem die Transaktionsseite abdecken und schnell mit der Investitionstätigkeit beginnen wollten, haben wir uns auf große institutionelle Investoren mit großen Einzeltickets fokussiert. Bei Corporate Direct Lending haben wir uns auf das seniorere Segment spezialisiert, was Unitranche ausschließt. Bei Super Senior zählt Berenberg zu den First Movern, verfügt daher über eine große Marktdominanz und hat einen sehr guten Zugang zu vielen Transaktionen. Zudem bedienen wir das klassische Senior-Geschäft. Da die Portfolios unserer institutionellen Kunden im Private-Debt-Segment immer Asset-Klassen-spezifischer strukturiert werden, schärfen auch wir unseren Fokus entlang dieser Asset-Klassen und entwickeln unser Angebot immer wieder mit neuen Strategien weiter – wie Shipping oder Renewable Energy, wo wir eher auf der Junior-Seite finanzieren. Ab auch Real Estate Debt halte ich für eine extrem interessante Asset-Klasse, die perspektivisch viele attraktive Opportunitäten bereithält.

Bei welchen Segmenten der Asset-Klasse Private Debt erkennen Sie von institutionellen Investoren derzeit die stärkste Nachfrage?

Hagemann: Nach wie vor bei Corporate Direct Lending. Das ist neben Real Estate der Bereich, den institutionelle Investoren aus unserer Sicht am ehesten weiter ausweiten möchten. Alle anderen Bereiche kommen perspektivisch.

Ostermann: Es gibt mittlerweile einen starken Trend zur Finanzierung von Mittelständlern mit einer Familie als Eigentümerin – also nicht Sponsor-backed.

Rindermann: Das sehen wir auch sehr auf der Rating-Seite. Es gibt eine starke Nachfrage, weil der Markt wahnsinnig flexibel ist. Es ist ein Buy-and-Hold-Markt, was für Mittelständler attraktiver ist als ein Public-Bond-Markt. Die Banken zögern teilweise mit ihren Exposures, dadurch wird Direct Lending attraktiv. Man kann

mit den Laufzeiten und der Vertragsgestaltung spielen, die Beträge sind variabel, und durch eine Art Club Deal lässt sich spezifisch auf die Investorenbedarfe eingehen. Entsprechend sehen wir eine Verlagerung vom Public-Bond- in den Private-Lending-Markt.

Ostermann: Bei Investoren müsste es eigentlich eine Präferenz zu Sponsor-backed geben. Denn wenn etwas passiert, dann wird mit zusätzlichem Equity abgesichert, und der Sponsor ist schneller in der objektiven Entscheidungsfindung.

Kleindiek: Absolut, das ist auch unsere Meinung. Der Charme bei einem Sponsor ist, dass er viel professioneller agiert und normalerweise in der Lage ist, Eigenkapital bereitzustellen.

Sangermano: Es gibt nur wenige Fälle, in denen der Sponsor nicht bereit war, sein Eigenkapital nachzuschießen.

Ostermann: Es kommt natürlich immer darauf an, ob der Sponsor noch im Equity ist oder nicht. Sobald er das nicht mehr ist, sieht es anders aus. Es mag natürlich sein, dass eine Familie, die ein Unternehmen in mehreren Generationen geführt hat, vielleicht nicht so liquide für Equity-Nachschüsse ist. Aber sie hat die Motivation, ihr Unternehmen viel länger zu unterstützen als ein Sponsor.

Sangermano: Im europäischen Markt gibt es leider fast nur Private-Debt-Fonds, die Sponsored-Unternehmen finanzieren. In den USA kann man genauer differenzieren und sich für Fonds entscheiden, die auch Non-Sponsored-Unternehmen finanzieren. Unser US-Exposure ist bewusst auch in solche Non-Sponsored-Fonds investiert. Damit wollen wir der Kapitalkonzentration entgegentreten. Denn häufig ist man über das Private-Equity-Engagement in die gleichen Unternehmen investiert und bei Problemen doppelt

„Infrastruktur ist auf jeden Fall das Segment, das wir momentan boomen sehen. Und hier vor allem Energy Transition.“



LARS HAGEMANN
HEAD OF STRUCTURED FINANCE, BERENBERG

Berenberg deckt die Segmente Corporate Direct Lending, Infrastruktur, Energie, Shipping Debt, Growth Credit und Real Estate Debt ab. Die Risikoaversion steht seit jeher ganz oben. Risikomanagement denkt Hagemann immer von der Transaktion aus.



betroffen. Allerdings sind die Branchen im Sponsored-Bereich fokussierter als im Non-Sponsored-Bereich.

Inwieweit ist Private Debt als Finanzierungsform von schwierigem Fundraising und Exit-Stau betroffen?

Sangermano: Einen Großteil unserer Investments im Bereich Corporate Private Debt haben wir zwischen 2018 und 2021 getätigt. Diese Fonds kommen langsam ans Ende ihrer Laufzeit. Seit einigen Monaten fließt regelmäßig Kapital zurück, das aber teilweise aus Nachfolgefonds refinanziert wird und das die Unternehmen gar nicht immer in die Darlehen zurückführen. Deshalb investieren wir bewusst in Fonds außerhalb dieses „Plain Vanilla Corporate Debt". Wir wollen die Abhängigkeit vom M&A-Markt reduzieren. Dafür ist auch die Beimischung von Infrastructure und Real Estate Debt sehr sinnvoll.

Ostermann: Die Anzahl an tatsächlichen Neufinanzierungen liegt bei gerade mal einem Drittel – wenn überhaupt. Dieses Laufzeitproblem haben wir bei Private Debt nicht so exorbitant wie bei Private Equity. Für Unitranche oder Senior Loans sind meistens sieben Jahre vorgesehen. Danach gibt es entweder eine Refinanzierung über einen neuen Darlehensgeber, das Unternehmen wird verkauft oder hat sich durch seine operativen Cashflows selbst entschuldet. Bei Private Equity gibt es diese vorgegebenen Laufzeiten nicht. Das macht Private Debt für Investoren attraktiver, denn es lässt sich besser planen.

Wie wirkt sich das aktuelle makroökonomische Umfeld auf Private Debt aus?

Ostermann: Donald Trump hat mit seinen Zöllen für Unsicherheit gesorgt, auch mit Blick auf die Business-Pläne der zu finanzierenden Unternehmen. Das führte dazu, dass viele Prozesse in die zweite Jahreshälfte geschoben wurden, weil sich Unternehmen nicht richtig bewerten ließen, Business-Pläne in regelmäßigen Abständen obsolet wurden und man sie im Licht der neuen politischen Herausforderungen wieder anpassen musste. Das beeinflusst natürlich auch den Dealflow – er wird verlängert oder sogar gestoppt.

Welche Aspekte beeinflussen den Dealflow konkret?

Ostermann: Bei einem Unternehmen, das sich nur auf Deutschland fokussiert,



ist die politische Unsicherheit nicht so hoch wie bei einem Unternehmen, das viel in die USA exportiert. Es kommt also auch darauf an, wo das Unternehmen aktiv ist und was für ein Business-Modell es hat. In Deutschland gab es sehr viel Unsicherheit in Bezug auf Real Estate Credit: Was passiert mit dem Immobilienmarkt? Wie entwickeln sich die Zinsen? Welche regulatorischen Eingriffe gibt es im Residential-Real-Estate-Bereich? Im Corporate-Bereich drehte sich zuletzt viel um das Thema Zölle.

Rindermann: Da kann ich nur zustimmen. Wir sehen deutlich längere Prozesse in der Entscheidungsfindung, welche Finanzierungsform man überhaupt wählen möchte. Positiv sind sicherlich der Rückgang der Zinsen sowie eine Inflation mit einem Zielniveau von etwa 2 Prozent. Das ist hilfreich, um wieder ein bisschen dynamischere Prozesse zu sehen. Unser Ausblick ist daher vorsichtig optimistisch. Was man aber bedenken muss: In den letzten Jahren hatten wir einen Russland-Ukraine-Krieg, wir hatten Corona, eine hohe Inflation, den Nahostkrieg, Lieferkettenunterbrechungen. Es gab so viele Krisen, größere und kleinere, aber der Markt hat eigentlich durchgehend funktioniert. Es gab Prozessverlängerungen, aber die Anzahl der Kreditausfälle war wirklich sehr überschaubar.

Glauben Sie, dass das bleibt?

Rindermann: Wir sehen einen Anstieg der Ausfälle. Vor allem aber am US-Markt, da es dort eine deutlichere Konsumschwäche und höhere Inflationsängste gibt. Der europäische Markt sieht momentan relativ robust aus trotz der ganzen negativen Wirtschaftsnachrichten. Diese beziehen sich aber vor allem auf Sektoren wie Chemie, Auto, produzierende Industrie. Und das sind tendenziell nicht die Branchen für Private Equity oder Sponsored Debt Financing. Die Weltwirtschaft hat sich dann doch als sehr resilient herausgestellt. Wir dürfen auch nicht vergessen, dass wir wahnsinnig hohe Investitionsprogramme zum Beispiel für Infrastruktur haben – in Deutschland, aber auch auf EU-Ebene. Wir sehen weiterhin sehr viel Bedarf an Private Credit, um diese ganzen Infrastrukturprojekte anzustoßen. Da gibt es sehr viel Finanzierungsbedarf.

Wie wir hören, ist die Asset-Klasse Private Debt sehr resilient. Gleichzeitig fielen bereits Begriffe wie „Mezzanine“,

„Es ist ein Problem, dass wir mittlerweile einen sehr reifen Markt haben, der auf einen schwächeren M&A-Markt trifft. Angebot und Nachfrage sind in maximalem Ungleichgewicht.“

„Auch wenn der Private-Debt-Sekundärmarkt insgesamt rasant wächst, spielt er bei Fondsinvestments keine so große Rolle.“

woran sich einige institutionelle Investorengruppen im Immobilienbereich bereits die Finger verbrannt haben. Ist die Asset-Klasse also nur zum Teil resilient?

Hagemann: Im Bereich Corporate Lending ist diese Resilienz sicherlich gegeben. Denn Private-Equity-Investoren suchen Unternehmen danach aus, ob sie besonders Cashflow-stark und nicht zyklisch sind und sich konjunkturell als resilient erweisen – also eben nicht die Automobil- und Maschinenbauer. Zudem können diese Unternehmen Schwankungen aufgrund ihres Operating Leverage viel besser abfangen. Das Corporate-Direct-Lending-Geschäft ist also schon deswegen resilient, weil man sich Geschäftsmodelle ausgesucht hat, die per se robust sind. Das ist bei Immobilien nicht unbedingt der Fall gewesen – je nach Instrument und Kapitalstruktur. Ich war noch nie der Freund von Mezzanine, das ich in jeglicher Hinsicht als schwierig erachte. Im Corporate-Bereich gilt Mezzanine als das billige Geld, das zwar eigenkapitalähnlich ist, aber nicht wirklich eine Stimme hat. Dafür ist es günstiger als Eigenkapital, was ein Grund sein kann, weshalb es auf den Immobilienbereich übergesprungen ist. Denn wenn man mit Private Debt im Bereich Immobilien überhaupt Transaktionen machen wollte, dann kommt man schnell zu Mezzanine, da Anfang der 2020er Jahre der ganze Senior-Markt noch sehr stark von Banken bedient wurde. Das ändert sich inzwischen – zum Vorteil institutioneller Kunden. Und in der Tat sehen wir, dass sich immer mehr institutionelle Investoren der Asset-Klasse Real Estate Debt annähern, und wir sind überzeugt, dass dieses Segment bald einen festen Bestandteil in einem diversifizierten Private-Debt-Portfolio haben wird.

Sangermano: Unter Private Debt versteht man oft Corporate Direct Lending, das aus den genannten Gründen sehr resilient ist. Aber Private Debt ist ein sehr breiter Markt, und da gilt es zu differenzieren. Ich selbst war auch nie ein Freund von



Mezzanine, da ich möglichst weit oben in der Kapitalstruktur stehen möchte. Das hat sich für unser Programm als sehr gut erwiesen. Wir sind inzwischen in über 50 Fonds investiert, und bis auf zwei Fonds, die aufgrund von langen Laufzeiten in Infrastrukturfinanzierungen derzeit eine negative Bewertung haben, rentieren alle Fonds positiv.

Wie steht es um das Risikomanagement bei Corporate Direct Lending? Hat sich da bei Ihnen angesichts eines möglicherweise höheren Risikos in Bezug auf Kreditausfälle etwas verändert?

Ostermann: Wir haben in der Methodik aktuell noch keine Änderungen vorgenommen. Und wir haben für das Risikomanagement auch keinen Experten mit Restrukturierungshintergrund eingestellt. Dafür ist unser Portfolio nicht groß genug. Wenn es aber Sondersituationen gibt, wie etwa die großen Private-Debt-Ausfälle in den USA, dann schauen wir ganz genau darauf, welche Unternehmen in unserem Portfolio ein großes Exposure zu dem betroffenen Sektor haben. Bei solchen Events machen wir ein separates Review unseres Portfolios und analysieren, ob es Effekte gegeben hat.

Hagemann: Wir denken Risikomanagement immer von der Transaktion aus und haben uns seit 2008 relativ enge Leitplanken gesteckt. Wir suchen konjunkturunabhängige Geschäftsmodelle mit hohen Cashflows und hohen Markteintrittsbarrieren. Nach diesen Vorgaben selektieren wir die Unternehmen und finanzieren sie im zweiten Schritt dann konservativ. Diese Kombination fördert aus unserer Sicht die Resilienz des Portfolios. In den vergangenen Jahren, die teilweise recht turbulent waren, hat das gut funktioniert.

Kleindiek: Das Problem ist die Vorlaufzeit. Man weiß nie, welches Umfeld einen erwartet. Und wie schnell sich das Umfeld ändern kann, haben wir zuletzt einige Male erlebt. Deswegen legen wir immer den gleichen Standard bei der Fondsauswahl an. Es ist uns wichtig, dass die Manager, die wir auswählen, in defensive Sektoren investieren. Die Häuser sollten aber auch Erfahrung in der Restrukturierung haben und dort entsprechende Kapazitäten vorhalten.



EUGENIO SANGERMANO
GESCHÄFTSFÜHRER, BF CAPITAL

BF Capital legt im Segment Real Estate Direct Lending selbst Fonds auf und managt im Bereich Private-Debt-Fund-Investments das Private-Debt-Programm der W&W.

Rindermann: Es ist wichtig, dass wir die Liquiditätssituation verstehen. Da entsteht der Druck. Wir müssen sichergehen, dass die Firmen Zeit haben, sich in einem schwierigeren Markt zusätzliche Kreditlinien zu besorgen, mit dem Sponsor in Verhandlungen zu treten und auch zu verstehen, wie die Cash-Situation ist und wie die Covenants aussehen.

Hagemann: Ein wichtiger Punkt: Das Thema Financial Covenants ist hochrelevant für die ganze Fragestellung, denn nur dadurch verfügen Kreditgeber über die Möglichkeit einer Handhabung. Darauf sollte man sich besonders konzentrieren.

ERIC OSTERMANN
HEAD OF PRIVATE DEBT CORPORATE DIRECT DACH, GENERALI ASSET MANAGEMENT

Den Fokus bei seinen rund 700 Millionen Euro schweren Direct-Lending-Fonds legt Ostermann auf das Sponsor-backed Buy-out-Geschäft. Das umfasst Unitranche und Senior Loans.



Denn es wird schwierig, wenn man zwar Senior-Kredit gibt, aber eigentlich keine Handhabe aus der Kreditdokumentation hat und dann doch bildlich gesprochen im Omnibus in der letzten Bank sitzt.

Rindermann: Es kommt auf die fundamentale Kreditanalyse bei der Erstfinanzierung an, die dann im Monitoring im Blick behalten werden muss.

Sangermano: Als institutioneller Investor ist man relativ lange an so einen Fonds gebunden. Es gibt kaum attraktive Exit-Möglichkeiten. Diversifikation ist das Allerwichtigste. Wir haben weit über 2.500 Darlehen im Portfolio. Jedes einzelne darf uns nicht wehtun. Im Bereich Corporate Direct Lending kennen wir alle die Kreditqualität. Es sind häufig B-Ratings, und bei B-Ratings gibt es einfach Ausfälle. Die Frage ist, wie der Sponsor damit umgeht und was bei jedem einzelnen Ausfall passiert. Die Vorlaufzeit und Investitionsperiode sind relativ lang. Was in dieser Zeit passiert, kann niemand vorhersagen.

Welche Rolle spielt der Sekundärmarkt bei Private Debt?

Sangermano: Auch wenn der Private-Debt-Sekundärmarkt insgesamt rasant wächst, spielt er bei Fondsinvestments keine so große Rolle.

Ostermann: Es gibt immer Investoren, die die Motivation haben, aus einem Investment auszusteigen. Wir sind bisher nur auf der Käuferseite am Sekundärmarkt aufgetreten. Auf der Verkäuferseite haben wir ihn bisher nicht genutzt. Das liegt auch daran, dass wir als Versicherer eine Buy-and-Hold-Grundidee für unsere Investments haben. Aber grundsätzlich würden wir die Sekundärmarktliquidität positiv bewerten, weil dadurch die Handlungsspielräume im Portfolio steigen.

Hagemann: Als Asset Manager fände ich das gar nicht so schlecht, wenn es einen aktiveren Sekundärmarkt gäbe. In Gesprächen mit institutionellen Investoren hören wir immer wieder, dass die sehr lange Kapitalallokation und die schlechten Exit-Möglichkeiten Negativargumente für Private Debt sind. Ein lebendigerer und effizienterer Sekundärmarkt, an dem man auch Preise ermitteln könnte, wäre hilfreich. Stattdessen werden Evergreen-Fonds immer mehr zu einer echten Alternative zum Sekundärmarkt. Investoren machen aus ihren Closed-End-Fonds Evergreens, öffnen sie für andere institutionelle Investoren, die dort reininvestieren



„Donald Trump hat mit seinen Zöllen für Unsicherheit gesorgt, auch mit Blick auf die Business-Pläne der zu finanzierenden Unternehmen."

können, und bauen darüber ihr eigenes Exposure ab. So ließen sich zum Beispiel große Tickets im Bereich Corporate Lending verkleinern. Das finden wir als Asset Manager natürlich total spannend. Denn durch Neuzeichnungen steigt idealerweise das Fondsvolumen. Hinzu kommt, dass Investoren beim Zeichnen eines Private-Debt-Fonds immer einen Blindpool haben. Aber am Sekundärmarkt kaufen sie jedoch meistens ein voll allokiertes Portfolio und wissen, was darin enthalten ist. So können sie die Investitionsentscheidung auf einer deutlich fundamentaleren Basis treffen, anstatt einem Asset Manager erstmal das Vertrauen schenken zu müssen.

Sangermano: Angesichts der teilweise sehr langen Fundraising-Perioden lässt sich dieses Blindpool-Risiko aber durchaus steuern, wenn man nicht direkt beim ersten Closing dabei ist. Beim finalen Closing gibt es Fonds, die bereits zur Hälfte investiert sind. Da ist das Blindpool-Risiko deutlich reduziert. Im Bereich Private Debt investieren wir nur über Fonds und nicht direkt. Das Blindpool-Risiko nehmen wir in Kauf. Es ist ein Teil unserer Due Diligence, festzustellen, wie weit wir dem Manager vertrauen. Man geht bei solchen Fondsinvestments eine langfristige Beziehung ein.

Kleindiek: Wir machen auch keine Direktinvestments und bei der GP-Auswahl achten wir darauf, mit Top-Tier-Managern zusammenzuarbeiten, die über einen langen Track Record verfügen, so dass man eine gute Einschätzung treffen kann. Natürlich weiß ich nie, welche exakte Finanzierung im Portfolio landen wird, aber ich weiß, wie der Manager grundsätzlich agiert, und das gibt nach ausgiebiger Analyse dann ausreichend Vertrauen.

Wie entwickelt sich die Gebührenstruktur bei Private Debt insgesamt?

Sangermano: Da gibt es eine aus Investorensicht sehr positive Entwicklung: Die Gebühren sind seit einigen Jahren deutlich rückläufig, und aufgrund des Fundraising-Umfelds ist unsere Verhandlungsmacht nochmal ein bisschen gestiegen. Im Markt würde wahrscheinlich niemand eine europäische Plain-Vanilla-Corporate-Private-Debt-Strategie für 1,5 Prozent auf das Commitment akzeptieren, was vor zehn Jahren noch der Fall gewesen wäre. Diese Entwicklung setzt sich fort.

Ostermann: Das kann ich bestätigen. Wir bewegen uns auch im Bereich von 80 bis 100 Basispunkten. Aber das hängt stark vom Ticket ab. Bei einem großen



Ticket haben wir selbstverständlich mehr Verhandlungsspielraum als jetzt bei einem kleineren Ticket. Aufgrund der Liquidität im Markt und aufgrund der Vielzahl an verschiedenen Spielern, die mittlerweile im Fundraising sind, gibt es natürlich auch auf der Ebene Wettbewerb.

Der Anbietermarkt im Bereich Private Debt ist sehr US-lastig. Wie steht es um deutsche Häuser?

Hagemann: Deutsche Anbieter gibt es leider kaum. Viele US-amerikanische Häuser wollen in den europäischen Markt kommen. Sie versuchen, über attraktive Konditionen hier Geld einzusammeln. Das ist natürlich erstmal positiv, weil dadurch insgesamt etwas Druck auf die Gebühren ausgeübt wird, auch bei den bisherigen, schon etablierten Managern in Europa.

Ostermann: Wenn amerikanische Spieler bei Deals dabei sind, dann gibt es ganz andere Margen. Sie sind angesichts der Liquidität und der Fondsvolumina des US-amerikanischen Marktes deutlich aggressiver.

Sangermano: Die sehr starke Konzentration großer Manager, die auch durch Zukäufe und Übernahmen anderer Manager entstanden ist, sehen wir als eines der größten Risiken im Bereich Private Debt. Die drei größten europäischen Direct-Lending-Fonds haben im vergangenen Jahr über 50 Milliarden Euro eingesammelt. Corporate Direct Lending spielt auch bei uns die größte Rolle. Diese Fonds investieren vor allem in drei Branchen und in drei Länder. Diese großen Kapitaltöpfe kämpfen also um wenige Investments, die es gibt. Das wirkt sich auf die Finanzierungsstrukturen aus. Und auf der anderen Seite gibt es Märkte, die mit Kapital unterversorgt sind, Investoren aber deutlich attraktivere Konditionen bieten.

Ostermann: Wenn bei uns amerikanische oder andere große Spieler mit in dem Deal sind, wollen sie Aspekte aus der Large-Cap-Dokumentation mit in die Mid-Market-Dokumentation bringen. Da muss man dann konsequent sagen, dass das ein Deal ist, der nicht ins Risikoprofil reinpasst. Man muss künftig auch einen viel innovativeren Sourcing-Ansatz finden, um nicht mit dieser Vielzahl an großen Playern im Wettbewerb zu stehen. Stattdessen ist es sinnvoller, frühzeitig in den Deals involviert zu sein, anstatt Teil eines sehr kompetitiven Prozesses mit 30 Parteien zu sein.

Hagemann: Es ist ein Problem, dass wir mittlerweile einen sehr reifen Markt haben – insbesondere auf der Unitranche-Direct-Lending-Seite –, der auf einen nach wie vor etwas schwächeren M&A-Markt trifft. Angebot und Nachfrage sind da im maximalen Ungleichgewicht. Die Unitranchen haben untereinander nur zwei bis drei verschiedene Differenzierungsmerkmale: Preis, Leverage und Kreditdokumentation. Das ist eine giftige Kombination, die zu völlig verrückt bepreisten Corporate-Direct-Lending-Transaktionen führt, teilweise mit sechs- oder siebenmal Leverage unter 5 Prozent Marge. Und das passiert in einem Markt, der aus einem Niedrigzinsumfeld kommt und von dem man sich einst Renditen versprochen hat,



die sich mittlerweile schon durch das neue Zinsniveau erfüllen. Dadurch kann man erhebliche Zugeständnisse bei den Spreads machen. Ich halte das für bedrohlich, weil das Risiko längst nicht mehr gesund bepreist ist. Wir haben den Vorteil, dass wir mit unserem Super-Senior-Teil im Falle der Verwertung vorrangig zurückgezahlt werden. Gerade wenn es um größere Leveraged-Buy-out-Transaktionen geht, mit mehr als 30 Millionen Euro EBITDA, bei denen man möglichst wenig Kapitalgeber haben möchte, haben wir uns gegenüber dem Markt ein bisschen differenziert. Wir sind mittlerweile in der Lage, aufgrund unserer Fondsvolumina Tickets in Höhe von 100 Millionen Euro und mehr zu machen, und konnten in den vergangenen Jahren diesem Margendruck aus dem Weg gehen. Durch unsere Spezialisierung auf ein bestimmtes Finanzierungsinstrument gehören wir zu den wenigen Playern am Corporate-Direct-Lending-Markt, deren Margen oder Spreads seit 2016 einen positiven Trend aufweisen.

Wie sind Sie bei Infrastructure Debt aufgestellt?

Sangermano: Investment-Grade-Infrastruktur machen wir nicht mehr. Da ist der Spread mit 80 Basispunkten einfach nicht attraktiv. Was wir aber teilweise machen, sind Mezzanine-Finanzierungen über Fonds. Infrastructure Debt ist der einzige Bereich, wo wir bewusst und gerne in Mezzanine investieren, weil Infrastrukturinvestments im Zeitablauf zu einer Rating-Verbesserung tendieren. Da kann man mit hohen einstelligen Renditen auch in Europa kalkulieren.

Rindermann: Das kann ich bestätigen. Sobald die Bauphase abgeschlossen ist und das Projekt in den Betrieb geht, sieht man eine Verbesserung des Ratings.

Kleindiek: Wir haben im Bereich Infrastruktur mit zwei Mandaten begonnen. Das waren klassische Investitionen in den Investment-Grade-Bereich mit längerer Laufzeit, eher dem ALM-Gedanken folgend, mit sicheren und stabilen Cashflows, die zu unserem langfristigen Anlagehorizont passen. Das haben wir zuletzt um Investitionen in den Non-Investment-Grade-Bereich ergänzt, bei denen die Vereinnahmung einer Zusatzrendite im Vordergrund steht. Das halten wir derzeit für den attraktiveren Teil des Marktes. Denn im Investment-Grade-Segment sind die Spreads sehr eng, vor allem bei Transaktionen in erneuerbare Energien. Im Non-Investment-Grade-Bereich schließen die von uns gezeichneten Fonds momentan Finanzierungen ab, die Spreads im Bereich von 500 Basispunkten bieten. Ergänzen werden wir das Ganze um Finanzierungen an deutsche Stadtwerke, denen wir nachrangiges Kapital zur Verfügung stellen möchten, um sie bei der Herausforderung der Transformation zu begleiten, für die in den nächsten Jahren enorme Investitionssummen bevorstehen. Das ist ein attraktives Anlageprodukt für uns: Es ist in Deutschland, es ist in der Region, und man hat einen überzeugenden Investitionszweck, denn die Mittel müssen einer gewissen Zweckbindung unterliegen. Gleichzeitig glauben wir, dass Stadtwerke mittlerweile bereit sind, sich für solche Finanzierungsformen zu öffnen und Kapital zu akzeptieren. Aktuell legen wir einen Fonds auf, aus dem heraus die Vergabe an



GUIDO BIRKNER
CHEFREDAKTEUR DPN

MODERATOREN



PATRICK DAUM
CHEF VOM DIENST DPN ONLINE

die Stadtwerke erfolgen soll. Vorgesehen sind klassische Namensschuldverschreibungen, um die Hürde bei den Stadtwerken gering zu halten.

Rindermann: Infrastruktur ist auf jeden Fall das Segment, das wir momentan boomen sehen. Und hier vor allem vier Trends: zuvorderst Energy Transition. Es gab gerade in Deutschland bereits einen starken Ausbau von Renewables. Der Ausbau der Leitungen fehlt jedoch noch. Der zweite Trend ist Transport. Da sind Häfen sehr spannend, aber auch Ladeinfrastruktur, deren Ausbau jetzt so langsam in Gang kommt und sicherlich ein interessantes Asset-Feld werden kann. Auch Real Estate bleibt attraktiv und muss insbesondere aus ESG-Gesichtspunkten angegangen werden. Was derzeit noch nicht so stark ist, wo wir aber vermehrt Interesse sehen, ist soziale Infrastruktur.

Wie entwickelt sich aus Ihrer Sicht der Private-Debt-Markt in den kommenden zwölf Monaten? Und welche Rendite erwarten Sie?

Kleindiek: Für den klassischen Corporate Mid Market, in dem wir aktiv sind, erwarten wir eine Bruttorendite von 8 bis 9 Prozent. Ich gehe angesichts der hohen Nachfrage nicht davon aus, dass die Spreads deutlich rauslaufen werden. Ich kann mir auch nicht vorstellen, dass sich die Spreads nochmals spürbar einengen, da das makroökonomische Umfeld eine gewisse Unsicherheit mit sich bringt. Bei den erwähnten Finanzierungen von Stadtwerken kalkulieren wir mit einer Rendite von 5,5 bis 7,5 Prozent – abhängig von der Bonität des Stadtwerks.

Ostermann: Ich bin optimistisch hinsichtlich der Portfolioresilienz. Da haben wir jetzt einen großen Stresstest durchlaufen, und die Marktteilnehmer sind bei der Auswahl ihrer Deals vorsichtig geworden. Ich denke aber, dass wir auch im nächsten Jahr ein schwieriges M&A-Umfeld haben werden. Es gibt sicherlich einige Parteien im Markt, die Exits herbeiführen müssen, weil sie am Ende der Fondslaufzeit sind. Das heißt aber nicht, dass die Exits stattfinden. Die Deal-Prozesse werden länger sein als in der Vergangenheit. Zudem dürften wir zeitgleich einen großen Druck auf die Marge sehen, da das M&A-Volumen abnehmen wird. Es gibt weniger Interaktionen, aber es ist immer noch sehr viel Liquidität im Markt, die investiert werden will.

Sangermano: Benchmarks sind sicherlich die liquiden Asset-Klassen. Unser Portfolio ist vor allem in Senior Debt investiert, weshalb Fixed Income unsere Benchmark ist. Und wir brauchen schon eine deutliche Überrendite, um die Komplexität zu rechtfertigen. Bei Corporate Private Debt kalkulieren wir weiterhin mit Bruttorenditen von 8 Prozent. Private Debt wird aus meiner Sicht weiter resilient bleiben, es sind und bleiben Darlehen mit einer Rückzahlungsverpflichtung. Man hat Sicherheiten, daher sind die Erträge relativ gut planbar. Das ist die Stärke von Private Debt. Deshalb gehe ich davon aus, dass sowohl auf der Investorenseite die Nachfrage mindestens stabil bleiben wird oder sogar steigen wird als auch auf Seiten der Unternehmen, die die Flexibilität von Private Debt schätzen.

Hagemann: Die Nachfrage nach Private Debt wird bei institutionellen Investoren weiterhin hoch bleiben und vielleicht auch noch ein bisschen zunehmen. Die institutionellen Investoren haben aber nicht nur den Vorteil, sondern gleichzeitig auch die Pflicht, das deutlich breitere Angebot, das sich ihnen durch die Erweiterung der Angebotspalette durch die Asset Manager im Laufe des nächsten Jahres bieten dürfte, sehr gewissenhaft zu screenen und die richtigen Strategien auszusuchen. Da dürfte es Opportunitäten für Investoren geben.

Rindermann: Für Corporate Private Debt im Mid Market bin ich vorsichtig optimistisch. Sehr optimistisch hingegen bin ich für Infrastruktur. Das dürfte das bestimmende Thema nicht nur in den kommenden zwölf Monaten, sondern in den nächsten Jahren sein. ●

Summary



KEY FACTS

- Private Debt hat sich als Asset-Klasse in verschiedenen Krisen bewährt, der Markt blieb stets funktionsfähig, und die Ausfälle waren überschaubar.
- Corporate Direct Lending gilt im Private-Debt-Universum dabei als das resilienteste Segment.
- Die Managerkonzentration bei Direct Lending ist hoch. Die drei größten europäischen Fonds haben mehr als 50 Milliarden Euro eingesammelt.
- Der Private-Debt-Sekundärmarkt wächst, ist aber nicht für alle Investoren interessant. Eine Alternative können Evergreen-Fonds sein.

Die Asset-Klasse Private Debt erfährt eine immer stärkere Nachfrage von institutionellen Investoren. Von Versicherern wird sie gezielt genutzt, um mit langfristigen Finanzierungen von Infrastruktur und kommunalen Unternehmen stabile Cashflows, passgenaue Duration und regionale Wirkung zu verbinden, wie **Malte Kleindiek** bestätigt. Aber Private Markets sind für ihn kein Selbstzweck, sie müssen ihre relative Attraktivität gegenüber liquiden Asset-Klassen laufend unter Beweis stellen. **Eugenio Sangermano** erläutert, wie sich mit breit angelegten Fondsprogrammen unterschiedliche Private-Debt-Strategien weltweit bündeln lassen, um Zugang zu Spezialsegmenten zu erhalten und gleichzeitig Klumpenrisiken sowie Managerkonzentration zu begrenzen. Mezzanine-Finanzierungen mag er nicht, da er möglichst weit oben in der Kapitalstruktur stehen möchte. **Anke Rindermann** ordnet diese Entwicklungen in der Private-Debt-Welt aus Sicht der Ratingagentur ein, analysiert den wachsenden Private-Credit-Markt, vergleicht Ausfall- sowie Recovery-Muster und zeigt, wie höhere Zinsen insbesondere schwächere Emittenten unter Druck setzen. Infrastructure Debt ist für sie das stärkste Segment, das besonders durch den Trend Energy Transition überzeugt. Für **Lars Hagemann** steht der Aufbau spezialisierter Co-Investment-Vehikel im Vordergrund, die in der Kapitalstruktur vorrangige Tranchen wie Super-Senior- sowie strukturierte Finanzierungen adressieren und Investoren durch strenge Covenants und intensives Monitoring zusätzlichen Schutz bieten sollen. Aus seiner Sicht wird die Nachfrage institutioneller Investoren nach Private Debt hoch bleiben. **Eric Ostermann** richtet den Blick auf sponsorengeführte Buy-out-Transaktionen, deren Direct-Lending-Dealflow unter politischer Unsicherheit und verhaltenem M&A-Markt leidet, und erklärt, wie sorgfältige Portfolio-Reviews, Szenariotests und ein konsequenter Buy-and-Hold-Ansatz helfen, Refinanzierungs- und Covenant-Risiken über die Laufzeit im Griff zu behalten. ●