

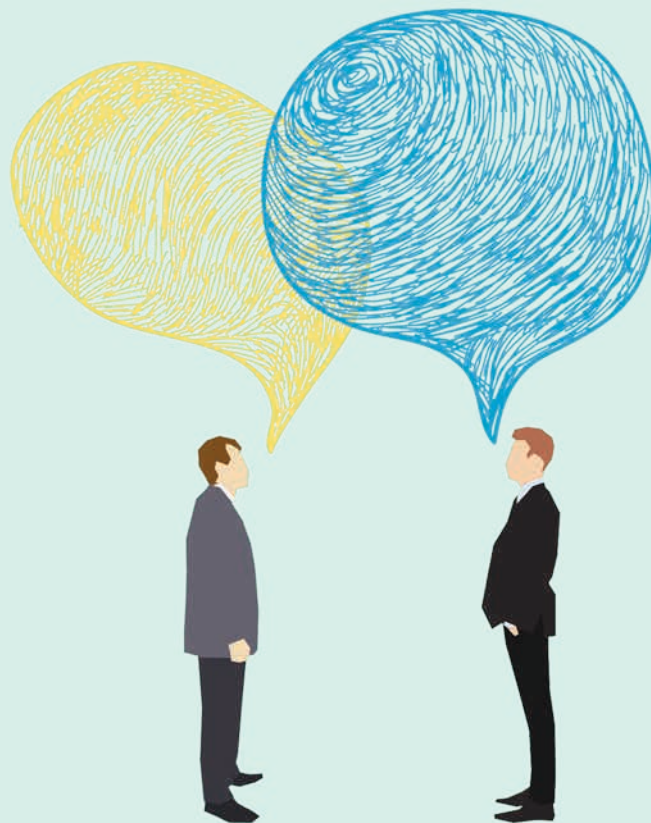
# mehrwert

DAS INSTITUTIONELLE FACHMAGAZIN VON INVESTOR PARTNERS



Thema Komplexität

Ausgabe 1 | März 2016



## Komplexität

hinterfragen

Private Debt: Mittelstand Westeuropa | Kreditfonds |  
Besicherte Unternehmenskredite – Basis für CLOs |  
VAG-Aufsichtsrecht | Prozessfinanzierung | Kommunale SSD

# Private Debt: Ankunft in Europa

---

ALPHA ASSOCIATES AG // DR. PETRA SALESNY & CHRISTOPHER DOMENGHINO

**Dr. Petra Salesny, Gründungspartnerin und Christopher Domenghino, Vice President bei Alpha Associates AG, Zürich, über die Entwicklung von Private Debt zu einer neuen Anlageklasse in Europa.**

**Private Debt rückt immer mehr in den Fokus deutscher institutioneller Investoren. Eine Anlageklasse, die vor 10 Jahren im deutschen Umfeld nahezu unbekannt war. Was ist an Private Debt-Anlagen interessant?**

**Dr. Petra Salesny:** Private Debt-Anlagen bieten die Möglichkeit, im Niedrigzinsumfeld laufende Ausschüttungen und attraktive Gesamtrenditen zu erzielen. Mit der expansiven Währungspolitik sind die Renditen traditioneller Vermögensanlagen, die sogenannten Current Yield generieren, stark unter Druck geraten, was es für Anleger wie Pensionskassen und Lebensversicherungen immer schwieriger macht, die erforderlichen laufenden Erträge zu erwirtschaften, um ihren Verbindlichkeiten nachkommen zu können. Während diese bisher aus breit diversifizierten festverzinslichen Portfolios flossen, bereitet das aktuelle Niedrigzinsumfeld vielen Institutionen Kopfzerbrechen.

Anlagemöglichkeiten mit einer vorhersehbaren, ansprechenden einstelligen Cash-Rendite pro Jahr sind derzeit schwer zu finden oder bergen erhebliche Risiken. Eine Reihe von Investoren haben sich auf ihrer Suche nach Rendite Investitionen in den Emerging Markets zugewandt. Anlagen in den Emerging

Markets sind aber nicht nur potenziell dramatischen Marktkorrekturen ausgesetzt, sondern tragen auch erhebliche Risiken in sich, die oft schwer zu durchblicken und einzuschätzen sind. High Yield Bonds, eine weitere Anlageklasse, auf die Investoren nach der Finanzkrise zunehmend gesetzt haben, haben heute kein attraktives Risiko-/Rendite-Profil mehr.

**Warum ist Private Debt zum Anlagethema geworden? Wie ist die Assetklasse Private Debt in Europa entstanden?**

**Chris Domenghino:** Die globale Finanzkrise 2008 hat umfangreiche regulatorische und aufsichtsrechtliche Maßnahmen nach sich gezogen, welche die Rahmenbedingungen für europäische Kreditinstitute maßgeblich verändert haben. Diese Reformen hatten die Verkürzung der Bankbilanzen zum Ziel, mit dem gewünschten Erfolg: Die Banken haben nicht nur ihre Handelsrisiken deutlich reduziert, sondern gleichzeitig auch die Vergabe von Unternehmenskrediten.

**Salesny:** Die drastische Reduktion in der Kreditvergabe der Banken nach der Finanzkrise hat eine große Angebotslücke für die Unternehmensfinanzierung in Europa aufgerissen, welche die immer zahlreicher



aufgelegten Private Debt Fonds füllen. Insbesondere im KMU-Segment sind den europäischen Banken dieser Tage die Hände gebunden, sodass die Kreditnachfrage das Kreditangebot deutlich übersteigt.

### Warum gibt es Private Debt in Europa erst seit der Finanzkrise? In den USA gibt es Private Debt bereits seit vielen Jahren und sind alternative Kreditanbieter neben den Banken schon lange etabliert.

**Domenghino:** Vor der Finanzkrise waren Firmenkredite an kleine und mittelständische Unternehmen (KMU) für die europäischen Banken vielfach Mittel und Zweck, um sich zusätzliche lukrative Geschäftsfelder bei Kunden zu erschließen, die der Bank oftmals jahrzehntelang treu waren. Als Bilanzkapital noch günstig war, wurde dieses von den Banken oft dazu verwendet, um Beziehungen mit Kernkunden durch Kreditvergaben zu fördern, wobei die Bonitätsbeurteilung nicht immer ausschlaggebend für die Ausgestaltung der Darlehenskonditionen war. Kreditnehmer profitierten von einem günstigen Zinsumfeld. Entsprechend wurde der europäische Kreditmarkt traditionell von Banken dominiert, da alternative Kreditanbieter mit den etablierten Banken preislich nicht mithalten konnten.

### Bereits vor der Krise gab es in Europa allerdings einen regen CLO-Markt und auch Mezzaninekapital war breit verfügbar. Wie sind diese Anlageformen einzuordnen?

**Domenghino:** Tatsächlich waren bereits im Vorfeld der Finanzkrise in Europa erste Anzeichen eines alternativen Kreditmarktes auszumachen. Wie in den USA schon länger üblich, begannen Kreditanbieter und

Wertpapierhäuser mit syndizierten Krediten zu handeln, die im Gegensatz zu klassischen Bankdarlehen in der Regel nicht-tilgend waren. Erste offene Fonds wurden lanciert und Verbriefungen durchgeführt (CLOs), die diese Darlehen bündelten. Diese Strukturen ermöglichten institutionellen Investoren erstmals Zugang zu diesem Markt, wenn auch beschränkt auf Anleihen von Gesellschaften mit einem Unternehmenswert von mehr als 500 Mio. Euro, da diese Wertpapiere in einem Umfang emittieren konnten, der groß genug war, damit sich im Sekundärmarkt ausreichend Liquidität bilden konnte. Institutionelle Investoren waren angegan von den neuen Produkten, zumal die Ratingagenturen den vorrangigen Tranchen der Verbriefungen eine hohe Bonität bescheinigten. Zusätzlich boten spezialisierte Mezzanine-Investoren nachrangiges Kapital zu teureren Konditionen an.



Die Finanzkrise stellte die Stabilität dieser populären neuen Finanzinstrumente auf den Prüfstand. Mit zunehmenden Bewertungsverlusten sahen sich Fondsmanager von offenen Fonds mit zunehmenden Rückkauforderungen der Investoren konfrontiert. Dies zwang die Fondsmanager Anlagen in einem sich

abwertenden Markt zu verkaufen, was die Abwärtsspirale des Marktes noch weiter verstärkte. Die Ausgabe solcher Produkte kam somit 2008 fast zum Stillstand und hat erst vor kurzem wieder begonnen, allerdings fast ausschließlich auf Instrumente beschränkt, die sich auf das obere Ende des Marktes für syndizierte Kredite konzentrieren. Die Emission von Mezzanine-

Fonds hat sich in Europa noch nicht erholt, da die Renditen oftmals bedeutend unter den Erwartungen blieben.

### Welche Unternehmen nehmen Finanzierung aus Private Debt Fonds in Anspruch?

**Salesny:** Während Großunternehmen vor der Finanzkrise vom Erscheinen der CLOs profitierten, waren KMUs schon immer auf Bankkredite angewiesen. Mit den regulatorischen Nachwirkungen der Finanzkrise müssen Banken höhere Eigenkapitalanforderungen erfüllen. Dies führt zu erhöhten Kapitalkosten, weswegen Banken ihre Kreditvergabe an KMUs einschränken. Folglich hat sich der Zugang zu Krediten für europäische KMUs erheblich erschwert. Obwohl die Banken weiterhin substanzielles Kreditgeschäft betreiben, hat sich eine Angebotslücke aufgetan. Mittelständische Unternehmen spüren die Kreditklemme am stärksten, da sie aufgrund ihrer zu kleinen Größe keine Möglichkeit haben, sich über die Kapitalmärkte zu finanzieren. Wir sehen somit im mittleren Marktsegment die attraktivste Anlagemöglichkeit in Private Debt.

### Welche Art von Krediten vergeben Private Debt Fonds? Was bedeutet Private Debt konkret?

**Salesny:** Den allermeisten von Private Debt Fonds arrangierten Finanzierungen ist gemein, dass sie Privatplatzierungen sind und bilateral verhandelt werden. Sie haben weder ein Rating noch werden sie am Markt gehandelt. Private Debt Fonds sind geschlossene, illiquide Fonds mit einer typischen Investitionsperiode von 2 bis 3 Jahren, einer Laufzeit von 5 bis 7 Jahren und einer jährlichen Gebühr von 0,8% bis 1,5%. Je nach Strategie und dem damit verbundenen Risiko-/Renditeprofil erzielen Private Debt Fonds für ihre Investoren eine laufende Rendite von bis zu 5% p.a. Die Gesamtrenditeziele liegen zwischen 5% p.a. für Strategien mit Fokus auf erstrangig besicherten Darlehen an Großunternehmen und 20% p.a. für komplexere Kreditinvestitionen oder Distressed-for-Control Strategien.

### Das heißt hinter dem Begriff Private Debt verbergen sich ganz unterschiedliche Strategien. Welche genau?

**Salesny:** Private Debt Fonds gibt es in zahlreichen Formen und sie verfolgen ein breites Spektrum von Strategien mit unterschiedlichen Risiko-/Renditeprofilen. Beispielsweise begeben manche Fonds neue Kredite, andere sind auf den Erwerb von Krediten im Sekundärmarkt spezialisiert. Manche sprechen vorrangig besicherte, andere nachrangig oder gar unbesicherte Darlehen oder bieten Mezzanine-Finanzierungen an. Ein neues Kreditinstrument, bekannt als „Unitranche“-Anleihe, bezeichnet die Finanzierung mehrerer Fremdkapitaltranchen durch einen Private Debt Fonds als einzigen Kreditgeber, sodass der Unternehmer für das gesamte Finanzierungspaket nur einen Ansprechpartner hat. Am oberen Ende des Risiko-Renditespektrums verfolgen Private Debt Fonds sogenannte Distressed-for-Control Strategien oder investieren in komplexere Kreditsituationen mit höheren Risiken.

In Deutschland interessieren sich viele Anleger auf der Suche nach Substituten für ihren Direktbestand für konservative, erstrangig besicherte Kreditstrategien, die jährliche Ausschüttungen von 5% generieren.

### 5% p.a. ist für besicherte Darlehen eine beachtliche Rendite. Woraus ergibt sich diese Outperformance, zumal Banken stellenweise für weniger als 2% Finanzierungen vergeben?

**Domenghino:** Tatsächlich stellt sich die Frage, warum KMUs solch teure Finanzierungsquellen überhaupt in Anspruch nehmen. Die Antwort ist folgende: Die Banken sind die einzigen Wettbewerber im KMU-Kreditmarkt, und deren Kreditvergabe hat sich deutlich verringert. Somit hat sich eine große Lücke zwischen dem Finanzierungsbedarf der KMUs und dem Finanzierungsangebot der Banken aufgetan. Dazu kommt, dass die Banken in ihren Kreditvergabebedingungen unflexibel geworden sind und in der Regel auf höhe-



ren Tilgungsraten und kürzeren Laufzeiten als Private Debt Fonds bestehen. Für Wachstums- oder Akquisitionskredite stehen die Banken kaum mehr zur Verfügung. Auch mussten die Banken ihre Kreditteams häufig reduzieren, während Private Debt Fonds Manager über breite Ressourcen verfügen und insofern eine höhere Analysekompetenz haben, dazu schnellere Entscheidungswege und eine erheblich höhere Flexibilität bei der Ausgestaltung von Kreditinstrumenten. Dies ermöglicht maßgeschneiderte Finanzierungslösungen, welche dem firmeneigenen Liquiditäts- und Renditeprofil angepasst sind. All dies muss allerdings mit einem höheren Preis abgegolten werden.

#### Wie muss man sich den Kreditvergabe-Prozess eines Private Debt Fonds vorstellen? Ist der Prozess mit dem einer Bankenfinanzierung zu vergleichen?

**Domenghino:** Im Rahmen ihrer Kreditvergabe führen Private Debt Fondsmanager eine detaillierte Due Diligence durch. Im Ausmaß oft vergleichbar mit derjenigen eines Private Equity Fondsmanagers und können somit auch in komplexeren Firmensituationen Kredite vergeben, welche die Banken typischerweise ablehnen, beispielsweise internationale Wachstums- oder Akquisitionskredite. Der Fokus der Fondsanbieter liegt viel-

mehr auf der zukünftigen Bonität einer Firma als auf den Vermögenswerten.

**Salesny:** Da Private Debt Fonds Manager typischerweise ihr eigenes Geld in ihre Fonds investieren, haben sie außerdem einen besonderen Anreiz, in der Kreditvergabe besonders sorgfältig zu sein und attraktive Renditen zu erwirtschaften. Bei Alpha Associates investieren wir nur in Private Debt Fonds, wo der Fondsmanager selbst maßgeblich mitinvestiert und so die Gleichschaltung der Interessen mit den Investoren sichergestellt ist.

**Domenghino:** Private Debt Fonds sind außerdem vielfach in der Lage, in Krisensituationen, wenn Korrekturmaßnahmen erforderlich sind, zeitnäher zu reagieren als ein großes Kreditkonsortium. Dies allein kann unter Umständen Unternehmen retten, insbesondere angesichts der komplizierten (und teilweise wenig erprobten) Insolvenzgesetzgebungen in Europa. Private Debt Fondsmanager nehmen auch häufig im Aufsichtsrat von KMUs als Beisitzer teil, und leisten dabei wertvolle Beratung und Unterstützung.



### In eine neue Anlageklasse zu investieren stellt Organisationen immer vor Herausforderungen.

#### Wie komplex ist es, in Private Debt zu investieren?

**Salesny:** Wer in Private Debt investieren möchte, muss sich mit der neuen Anlageklasse und ihren Charakteristika und Spielarten erst einmal vertraut machen. Man muss erst einmal die Vor- und Nachteile der verschiedenen Strategien verstehen, die von unterschiedlichen Managern in unterschiedlichen Marktsegmenten verfolgt werden, um die für die eigene Organisation passende auswählen zu können. Zudem wird Private Debt über eine Reihe von Strukturen angeboten, die rechtlich, regulatorisch und steuerlich für einzelne Investoren mehr oder weniger geeignet sind. Investoren werden wahrscheinlich gewisse Anpassungen bei ihren internen Prozessen vornehmen müssen, um sich mit der neuen Assetklasse in geeigneter Weise beschäftigen zu können: die Abteilung für alternative Anlagen und die Fixed Income-Abteilung, die bislang vielleicht keine Berührungspunkte hatten, müssen nun ihre Köpfe zusammenstecken. Ich bin jedoch überzeugt, dass der Nutzen die Kosten überwiegt. Natürlich erfordern viele Strategien einen hohen Due Diligence-Aufwand, was erhebliche Ressourcen bindet. Diese Arbeit kann allerdings an Berater ausgelagert werden oder mit der Wahl eines gut diversifizierten Produkts adressiert werden, das von einem spezialisierten Manager investiert und verwaltet wird.



### Bei Private Debt handelt es sich um illiquide Anlagen. Ist das für Investoren eine Hürde?

**Salesny:** Tatsächlich ist ein öfter geäußerter Vorbehalt gegenüber Private Debt Strukturen, dass sie illiquide sind. Es scheint mir, dass der Wert liquider Strukturen und deren Vorteile, vor allem für „Buy-to-Hold“-Investoren, überschätzt wird. Investoren betrachten Liquidität vielfach als eine Art Sicherheitsventil, das es ihnen erlaubt, bei Marktturbulenzen auszusteigen und das Portfolio kurzfristig umzuschichten. Die Finanzkrise hat jedoch gezeigt, dass auch Produkte, die in einem normalen Handelsumfeld eine hohe Liquidität aufweisen, in Krisenzeiten über längere Zeiträume illiquide werden können. In solchen Situationen sind Fonds mit Rückkaufsrechten genötigt, Assets am Tiefstand des Marktes zu verkaufen, was die Abwärtsspirale noch beschleunigt und allen Investoren Verluste beschert. Diese Gefahr besteht bei Illiquiden Produkten nicht. Anleger in Private Debt Fonds werden für die Illiquidität außerdem mit höheren Renditen kompensiert und verdienen so eine Illiquiditätsprämie.

### Deutsche institutionelle Investoren unterliegen einer Reihe von aufsichtsrechtlichen Beschränkungen und Anlagestrukturen sollen auch steuerlich Sinn machen. Ist Private Debt für deutsche VAG-Investoren eine geeignete Anlageklasse?

**Salesny:** Das ist ein sehr wichtiger Punkt. Die regulatorischen Veränderungen im heutigen Marktumfeld beschränken nicht nur die Kapazität der Banken bei der Kreditvergabe, sondern auch die Kapazität der Anleger, in illiquide Vermögenswerte zu investieren. In Europa sehen sich Versicherungsunternehmen und

Pensionskassen mit steigenden Kapitalkosten und anderen regulatorischen Beschränkungen konfrontiert, die Investitionen in illiquide Vermögenswerte teuer oder gar unmöglich machen. Die geeignete Struktur ist somit für den Anlageentscheid eines Investors verständlicherweise genauso wichtig geworden wie das Risiko-/Renditeprofil der Anlagestrategie selber und die Qualität des ausgewählten Managers. Wir begegnen solchen Hürden mit geeigneten Produktstrukturen für unterschiedliche Investorengruppen. Wir bieten Instrumente mit Investment Grade Rating an, Managed Accounts und Solvency II-effiziente Ausgestaltungen. Die Bedürfnisse von deutschen VAG-Investoren zu adressieren ist uns sehr wichtig.

#### Wenn Sie ein Fazit ziehen sollten, welches wäre das?

**Domenghino:** Die Finanzkrise wurde letztendlich von einem Überangebot an Fremdkapital verursacht, was zu Fehlbeurteilungen von wirtschaftlichen Risiken führte, und nun korrigiert wird: Fremdkapital ist teurer geworden. Regulatorische Zwänge werden die europäischen Banken bei der Kreditvergabe weiterhin einschränken, was das Universum der Private Debt Fondsmanager in Europa weiter anwachsen lassen wird. Unternehmen müssen sich den neuen Marktgegebenheiten anpassen und werden mit der Zeit lernen, die neuen Kreditbedingungen zu akzeptieren. Die Anlageklasse Private Debt ist 2015 definitiv in Europa angekommen.

**Salesny:** Private Debt bietet Investoren im gegenwärtigen Marktumfeld attraktive Investitionsgelegenheiten, sei es auf der Suche nach Anlagemöglichkeiten mit laufenden Ausschüttungen, einer attraktiven Gesamtrendite oder einer eigenkapitalschonenden Anlageform. Private Debt sollte somit heute oder in naher Zukunft in einer gut investierten Bilanz seinen Platz haben. //

**Alpha Associates** ist ein unabhängiger Manager und Berater für Investitionen in Private Equity, Private Debt und Infrastruktur mit Sitz in Zürich und einem Team von mehr als 30 Mitarbeitern. Das Alpha Team investiert und verwaltet seit mehr als 15 Jahren erfolgreich Private Equity-, Private Debt- und Infrastrukturfonds sowie maßgeschneiderte Investitionsprogramme für einen globalen, institutionellen Kundenkreis. Alpha Associates ist ein von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA bewilligter Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen.

**Christopher Domenghino**, Vice President, ist seit 2008 bei Alpha Associates tätig und verantwortlich für die Due Diligence, Evaluierung, Umsetzung und das Management von einem Portfolio von Fonds und direkten Co-Investments mit Fokus auf Private Debt- und Mezzanine-Strategien in Europa und den USA.

**Dr. Petra Salesny** ist Gründungspartnerin und Chief Operations Officer von Alpha Associates AG. Sie ist seit 2001 im Bereich Privatmarktanlagen tätig und hat eine Vielzahl von Fonds-Investitionen, Sekundärmarkttransaktionen und direkte Co-Investitionen in Europa und den USA strukturiert, verhandelt und abgeschlossen. Bei Alpha ist sie für ein breites Spektrum operativer Aufgaben verantwortlich, insbesondere die Lancierung von Alphas Dachfonds und maßgeschneiderte Investitionsprogramme für institutionelle Kunden.