

# PRIVATE DEBT ALS ANLEIHEALTERNATIVE

Institutionelle Investoren engagieren sich zunehmend in alternativen Assets. Private Debt ist dabei allerdings meist nicht vertreten. Eine neue Studie der Berliner Steinbeis-Hochschule beleuchtet den Markt und begründet, warum die meisten Institutionellen ihre Private-Debt-Quote hochfahren sollten



**Lukrativ:** Institutionelle Anleger nutzen zunehmend Private Debt als Ergänzung zu klassischen Zinsinvestments

## Autor

Michael Rieder

Die anhaltende Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank zwingt institutionelle Anleger zu kreativen Lösungsansätzen. Ins Blickfeld rücken deshalb immer häufiger alternative Assetklassen mit verheißungsvollem Chance-Risiko-Verhältnis. Ein hierzulande bislang wenig genutztes, aber zunehmend attraktiveres Feld ist Private Debt – also die Fremdkapitalfinanzierung nicht-börsennotierter Unternehmen oder

Projekte. Hintergründe zur Entwicklung des neuen Markts sowie zu den Vorteilen, die Private Debt institutionellen Investoren bietet, liefert eine neue Untersuchung des CFin – Research Center for Financial Services der Steinbeis-Hochschule Berlin in Zusammenarbeit mit der Solutio AG und Pantheon Ventures.

Die Kernaussagen der Studie „Private Debt im Portfoliokontext – Schwerpunkt Corporate Debt“: Institutionelle Investoren verbessern mit Private Debt das Rendite-Risiko-Verhältnis ihres Portfolios. Jährliche Renditen von sechs bis 13 Prozent sind zu erwarten. Sieben oder mehr Prozent eines typischen institutionellen Portfolios sollten mit damit bestückt werden.

Alternative zum Bankenkredit  
Private Debt hat für Kreditgeber und -nehmer erhebliche Vorteile. Der Vorteil für Kreditnehmer liegt auf der Hand: Mit

telständige Unternehmen haben häufig nicht ausreichenden Zugang zu Krediten der Geschäftsbanken. Auch ihr Zugang zum Kapitalmarkt ist oft begrenzt. Die entstehende Finanzierungslücke kann durch Private Debt geschlossen werden. Hierbei erfolgt die Kreditvergabe von einem institutionellen Investor ohne Umwege direkt an das Unternehmen. Alternativ sammeln speziell aufgelegte Private-Debt-Fonds bei verschiedenen Investoren Kapital, das sie dann an ausgewählte Kreditnehmer weiterreichen.

„Das Niedrigzinsumfeld, der politische Wille und die Regulierungen – insbesondere die Solvency-II-Richtlinie – begünstigen die positive Marktentwicklung von Private Debt“, sagt Professor Jens Kleine, Autor der CFin-Studie. Auf der einen Seite würden Banken durch steigende Eigenkapitalanforderungen zum Verkauf risikoreicher Aktivpositionen bewegt, auf der anderen Seite sorgten die Solvency-II-Richtlinien dafür, dass Private Debt als Assetklasse im Vergleich zu Aktien- oder Immobilieninvestments durch geringere Hinterlegungspflichten hervorsticht. Darüber hinaus dürfen Kapitalinvestmentgesellschaften Debt-Fonds als alternative Investmentfonds (AIF) seit 2017 auflegen. Das schafft zusätzlichen Freiraum und steigert die Nachfrage.

### Chronisches Wachstum

Im Jahr 2010 lag das weltweite Volumen des Private-Debt-Markts noch bei 331 Milliarden US-Dollar. Bis zum Jahresende 2018 rechnen die Experten mit einem Anstieg auf 755 Milliarden Dollar. Das entspricht einer jährlichen Wachstumsrate von fast elf Prozent. Doch nicht nur das flotte Wachstum zeigt, dass der Markt das Beste noch vor sich haben dürfte.

Sehr deutlich machen das auch die Antworten, die Kleine und sein Forscherteam für ihre Studie bei institutionellen Anlegern sammelten. Die CFin-Forscher befragten 131 Fachexperten aus den Anlageabteilungen institutioneller Investoren in Deutschland.

Über drei Viertel der Investoren gaben an, bereits positive Erfahrungen mit Private Debt in der Vergangenheit gemacht zu haben – lediglich drei Prozent zeigten sich enttäuscht von Investments in dieser Assetklasse. Rund 30 Prozent der Befragten halten derzeit schon Private Debt in ihren Portfolios. Zwei von drei dieser Investoren sind so zufrieden, dass sie ihr Investment langfristig ausbauen wollen. Insgesamt plant jeder vierte Teilnehmer der Umfrage eine Investition in Private Debt. Pensions-

fonds seien mit 31 Prozent, Versicherungen mit 18 Prozent und Stiftungen mit 13 Prozent die größten Anlegergruppen, heißt es.

Für Anleger gleicht der Markt derzeit einer Art spannender Entdeckungstour. Private Debt ist kein festgezurrtter Begriff, der Markt ist nicht standardisiert, die Ausgestaltung der einzelnen Fremdfinanzierungen ist unterschiedlich. Für Anleger ist diese Vielfalt Fluch und Segen zugleich: Auf der einen Seite macht es den Markt komplizierter. Auf der anderen Seite verringert jedoch genau diese Freiheit die Korrelation zu anderen Assetklassen.

### Probate Diversifikation

Institutionelle Investoren nutzen Private Debt denn auch immer häufiger als nützliches Diversifizierungstool für das eigene Portfolio. „Mehrere Anlageklassen im Bereich Private Debt weisen eine beeindruckende Erfolgsbilanz auf und liefern starke Renditen, die nur wenig mit anderen Anlageklassen korrelieren. Das wird in Kombination mit zunehmenden Marktschwankungen dazu beitragen, dass viele Investoren ihre Allokation in Private Debt erhöhen wollen“, sagt Gabriella Kindert, Leiterin der Alternative Credit Boutique von NN Investment Partners.

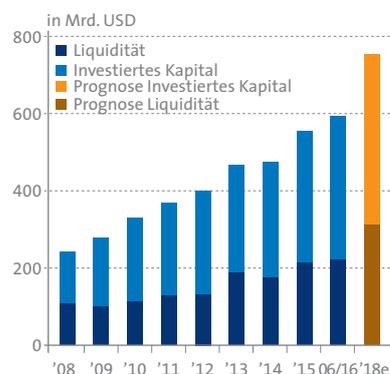
Auch deutsche Investoren zeigen sich offen. 2016 hatten Investoren hierzulande immerhin rund drei Prozent ihrer gesamten Assets under Management (AUM) in Private Debt allokiert, berichten die CFin-Forscher. Besonders engagiert zeigen sich Versicherungen und Pensionskassen, bei denen die Private-Debt-Quote schon etwa zwei Prozent erreicht hat. Mit einem Anteil von 0,2 Prozent seien dagegen die Asset-Manager so gut wie gar nicht in Private Debt investiert. Doch selbst ein Anteil von zwei Prozent ist bedeutend weniger, als es nach den Berechnungen der CFin-Forscher optimal wäre.

### Die Erfolgsquote

Als optimalen Anteil eines typischen institutionellen Anlegers aus der Versicherungsbranche berechneten die Wissenschaftler 7,01 Prozent. „Als Basis für die Berechnung des optimalen Portfolioanteils wurde hauptsächlich Private Debt aus dem Seniorbereich verwendet“, erläutert Professor Kleine. Für weniger stark regulierte Investoren, könnte sich sogar eine noch höhere Quote als sinnvoll erweisen. „Abhängig von der Risikopräferenz sowie möglichen Anlagerestriktionen des institutionellen Investors kann sich der optimale Anteil individuell verschieben“, betont Kleine.

## GEFRAGTE FINANZIERUNG

### Private Debt Assets, global

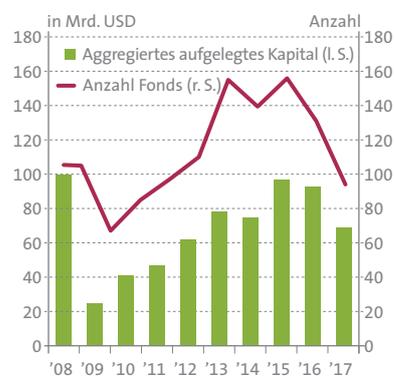


Quelle: Preqin

Die Assets under Management von Private Debt wachsen jährlich um mehr als zehn Prozent. Seit 2011 steigt die Liquidität stärker an als die unrealisierten Gewinne.

## STABILER MARKT

### Private-Debt-Fonds: Volumen und Zahl



Quelle: Preqin

Sowohl das in Private-Debt-Fonds aggregierte Kapital als auch die Zahl der Fonds ging zuletzt zurück. Für 2017 zeigt die Grafik allerdings nur Daten der ersten drei Quartale.

Zwei Prozent Private-Debt-Quote oder weniger – im Vergleich zu den optimalen sieben Prozent ist das eine gewaltige Lücke, findet Robert Massing, Managing Partner der Münchner Solutio AG. „Die Assetklasse Private Debt hat somit weiterhin ein sehr hohes Wachstumspotenzial“, sagt Massing, dessen Gesellschaft die CFin-Studie unterstützte. Sie legt jetzt den ersten Private-Debt-Fonds für Seconda- →

## PRIVATE-DEBT-FONDS



*„Die Assetklasse Private Debt hat somit weiterhin ein sehr hohes Wachstumspotenzial.“*

Robert Massing,  
Solutio AG

## PRIVATE DEBT IM PAKET

Für institutionelle Anleger kommt jetzt ein innovativer neuer Private-Debt-Fonds. Das Besondere daran: Es ist der erste europäische Fonds, der in Private Debt am Sekundärmarkt investiert. Das könnte eine lukrative Alternative zu anderen Zinsanlagen sein: Das Fondsmanagement strebt eine jährliche Ausschüttungsrendite von vier Prozent bei niedrigerer Volatilität an.

Aufgelegt wird der Fonds von der Münchner Solutio AG unter Führung ihres Managing-Partners Robert Massing. Die Münchner kümmern sich bei ihrem Private-Debt-Fonds um die rechtliche und steuerliche Strukturierung, den Vertrieb, die Cashflowmodellierung, die Investorenbetreuung und das Reporting. Die einzelnen Investmententscheidungen trifft Solutios internationaler Partner, der nach Angaben von Solutio eine langjährige Expertise und Erfahrung im Bereich Private Debt besitzt. Solutio selbst hat sich mit der Beratung institutioneller Investoren im Bereich Real Assets einen Namen gemacht. Derzeit betreuen die Münchner über 80 institutionelle Investoren und Fonds mit einem Volumen von rund 3,6 Milliarden Euro.

Der geografische Fokus des geplanten Private-Debt-Fonds liegt auf Europa und Nordamerika. Dabei sollen jedoch nur Kredite am Sekundärmarkt erworben werden. „Wir sehen im Private-Debt-Sekundärmarkt eine interessante Opportunität im Segment der Senior-Debt-Transaktionen“, begründet Massing. So ist seiner Meinung nach durch eine Investition am Sekundärmarkt das Risiko besser einzuschätzen. Typischerweise hätten bei diesen Finanzierungen

die Kreditnehmer bereits zwei bis drei Jahre lang Tilgungsbeziehungsweise Zinszahlungen getätigt. Zudem können Anleger mit Sekundärinvestments ihre Mittel relativ zügig einsetzen und müssen nicht auf langfristige Cash Calls warten. „Investoren können Opportunitäten zeitnah nutzen“, erläutert Massing. Weiterer Vorteil: Die Deals gehen in der Regel mit Abschlägen von etwa 15 Prozent über die Bühne.

Das erste Closing des Fonds ist für Oktober geplant. Anschließend wird er noch ein Jahr lang für neue Investoren offen sein. Die gesamte Laufzeit soll sieben Jahre betragen, wobei die Investorengelder während der ersten vier Jahre über sogenannte Capital Calls abgerufen werden. Die Rückführung der Investorengelder wird nach einigen Jahren ebenfalls schrittweise erfolgen. Geplant ist ein Fondsvolumen von lediglich 200 Millionen Euro. Probleme, attraktive Investments zu finden, dürfte es bei diesem Volumen nicht geben. An den Primärmarkt kommen laut Solutio weltweit rund 100 Milliarden Dollar pro Jahr. Davon kämen zwei bis fünf Jahre später jährlich ungefähr zwei Milliarden Dollar wieder über alle Strategien als Secondaries auf den Markt.

Das geplante Fondsportfolio soll zu 75 bis 85 Prozent aus Senior Debt (inklusive Unitranche) bestehen und zu 15 bis 25 Prozent aus Subordinated Debt. Bei den Transaktionen selbst soll gezielt in sogenannte Corporate Sponsored Deals investiert werden, also in Gesellschaften, die von Private-Equity-Fonds gehalten werden. Diese Deals hätten in der Vergangenheit niedrige Ausfallraten ausgewiesen. uk

ries auf (siehe Kasten links). Auch andere Anbieter erkannten das Potenzial. „Seit 2011 wurden in Deutschland 15 Private-Debt-Fonds aufgelegt“, so Professor Kleine. Der Großteil (63 Prozent) investierte als Teil einer Private-Equity-Allokation. Weltweit werden Jahr für Jahr 100 bis 150 Private-Debt-Fonds aufgelegt, wie die Marktforscher von Preqin zählten. Das aggregierte aufgelegte Kapital der Fonds nimmt seit zehn Jahren stetig zu (siehe Grafik rechts). „Insgesamt geht der Trend zu größeren durchschnittlichen Fondsvolumina“, heißt es in der CFin-Studie.

Als größten Private-Debt-Fonds in Deutschland identifizierten die Forscher den Dachfonds Prime Capital Opportunities mit einem Volumen von 322 Millionen Dollar (Stand 2016). Zweitgrößter Fonds sei der YIELCO-Special-Situations-Dachfonds mit einem Volumen von 200 Millionen Dollar gewesen.

Größter Private-Debt-Fondsmanager nach Kapitalbeschaffung in den vergangenen zehn Jahren sei HSBC Trinkaus & Burkhardt gewesen, die 2017 im Direct Lending 1,35 Milliarden Dollar platziert hätten. Zweit- und drittgrößter seien IKB Asset Management und Golding Capital Partners, ebenfalls mit Direct Lending.

## Neue Chancen und alte Gesetze

Doch Private Debt ist nicht gleich Private Debt. Potenzielle Investoren stehen zunächst vor der Frage: Investieren sie lieber in Senior oder Junior Debt, oder vielleicht doch besser in Subordinated Debt? Wie auch beim klassischen Anleihemarkt fragen sich Investoren: Welche Branche verspricht das beste Chance-Risiko-Verhältnis? Welche Bonität sollte ein Kreditnehmer haben?

In beiden Punkten zeigt die CFin-Studie einen relativ klaren Trend. Fast 90 Prozent der deutschen Private-Debt-Investoren setzen auf Unternehmensfinanzierungen, drei Viertel investieren in die Infrastruktur und rund die Hälfte unterstützt Immobilienprojekte. Dabei zeigt sich – wenig überraschend –, dass die Investoren auf dem noch relativ unpopulären Private-Debt-Markt eher vorsichtig agieren.

Zwei von drei Investoren präferieren demnach Senior Debt – also Kreditnehmer mit vergleichsweise hoher Bonität, die im Schnitt auf einem „BBB“-Niveau rangiert. Der große Unterschied zu vergleichbaren Investment-Grade-Anleihen: Die durchschnittliche Renditeerwartung im Segment Senior Debt beträgt 6,5 Prozent und verspricht dadurch deutlich höhere Renditen.

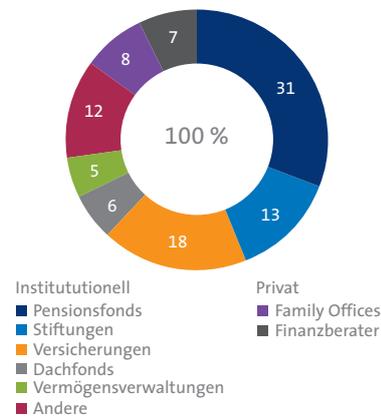
Risikantere Klassen wie Subordinated Debt werden von den meisten Investoren noch gemieden. Zwar liegt die Renditeerwartung hier bei stolzen 13 Prozent, doch mit dem höheren Risiko steigen auch die Stressfaktoren in Bezug auf die Eigenkapitalanforderungen nach der Solvency-II-Richtlinie. Somit hält nur ein Drittel der Investoren diese Klasse für attraktiv.

**Jung, smart, spannend**

Eine Sonderform spielt Sponsored-Corporate-Debt – die Finanzierung von Unternehmen, die von Private-Equity-Fonds gehalten werden. Der Vorteil: Die Zusammenarbeit mit Private-Equity-Gesellschaften liefert zusätzliches Know-how und verstärkt die Due Diligence im Kreditauswahlprozess. Das Problem: Diese Art der Fremdfinanzierung steckt noch in den Kinderschuhen, Informationen sind rar. Ähnlich vielversprechend, aber ebenfalls noch eine Randerscheinung ist der Zweitmarkt. Nur acht Prozent der Private-Debt-Investoren sind hier aktiv. Immerhin könnten sich 41 Prozent der bislang Abstinenten vorstellen, bei günstigen Marktopportunitäten

**BELIEBT BEI PENSIONSFFONDS**

Investiertes Private-Debt-Vermögen



Quelle: CFin/Prequin

Private und öffentliche Pensionsfonds sind mit 31 Prozent Marktanteil besonders stark in Private Debt investiert.

am Zweitmarkt zuzuschlagen. Insbesondere Pensionskassen und Versorgungswerke würden sich bei entsprechenden Op-

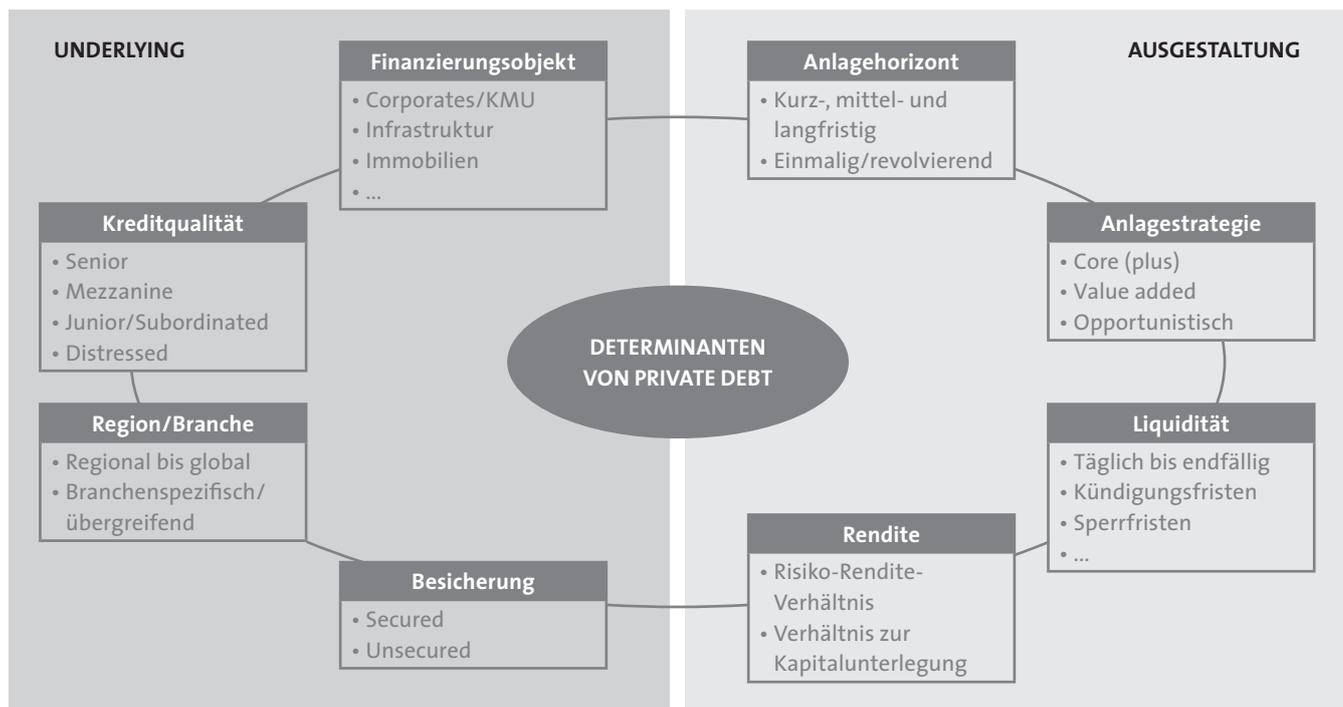
portunitäten in Secondaries engagieren. 63 Prozent der Befragten erkennen als deren Vorteil eine bessere Informationslage und höhere Transparenz.

Solutio-Partner Massing weist auf weitere Vorzüge der Secondaries hin. So können Investoren zum einen ihre Mittel sofort einsetzen, ohne auf langwierige Cash Calls warten zu müssen. Zum anderen sei aufgrund der besseren Informationslage auch das Risiko leichter abzuschätzen. „Die Qualität der Unternehmen ist besser sichtbar“, so der Solutio-Managing-Partner. Der Fondsinitiator attestiert dem Zweitmarkt somit ein besonders hohes Wachstumspotenzial. Bei seinen neuen Fonds will er gezielt in Sponsored-Corporate-Debt investieren. „Diese Deals haben in der Vergangenheit niedrige Ausfallraten ausgewiesen“, erklärt Massing den Ansatz.

Die Solutio-Produkt-Initiative kommt vermutlich genau zur rechten Zeit, wie nicht zuletzt die Untersuchung der Berliner Wissenschaftler zeigt. Denn 86 Prozent aller von CFin befragten Anlageprofis glauben, dass der Private-Debt-Markt weiterhin wachsen wird.

**KEIN EINHEITLICHES FELD**

Gestaltungsmerkmale von Private Debt



Quelle: CFin

Private Debt lässt sich anhand verschiedener Kategorien unterscheiden. In Bezug auf das Underlying etwa nach Finanzierungsobjekten oder Kreditqualität. Bei der Ausgestaltung der Investments kommen verschiedene Strategien, Zeitrahmen und Ähnliches zum Tragen.