



**BAI** REPRESENTING  
ALTERNATIVE  
INVESTMENTS

# Chancen und Herausforderungen von Corporate Private Debt im aktuellen Marktumfeld

# Inhalt

<b>Executive Summary</b> .....	<b>3</b>
<b>1. Corporate Private Debt Investments deutscher institutioneller Investoren</b> .....	<b>5</b>
<b>2. Internationaler Vergleich</b> .....	<b>7</b>
<b>3. Chancen und Herausforderungen im Bereich Corporate Private Debt im aktuellen Marktumfeld</b> .....	<b>11</b>
3.1. Chancen.....	11
3.1.1. Konkurrenz zwischen Corporate Private Debt und Banken - Rückzug der Banken .....	11
3.1.2. Zunehmende Attraktivität im Vergleich zu anderen illiquiden Assetklassen .....	14
3.1.3. Defensive Sektoren und Kreditnehmer mit resilienten Geschäftsmodellen .....	15
3.2. Herausforderungen .....	15
3.2.1. Private Debt und der Denominator-Effekt .....	16
3.2.2. Konkurrenz steigender Anleiherenditen .....	17
3.2.3. Ausfallrisiken .....	19
3.2.4. Bedarf an qualifiziertem Personal .....	20
<b>4. Chancen und Risiken bei unterschiedlichen Subassetklassen</b> .....	<b>21</b>
4.1. Senior Direct Lending.....	22
4.2. Mezzanine.....	25
4.3. Opportunistische Kreditstrategien und Special Situations .....	26
<b>Methodik &amp; Danksagung</b> .....	<b>28</b>
<b>Kontakt &amp; Autoren</b> .....	<b>29</b>

# Executive Summary

Corporate Private Debt erlebte in den letzten Jahren einen signifikanten Aufschwung in den Portfolios deutscher institutioneller Investoren. Im Zuge der hohen Inflation und der seit 2022 ansteigenden Zinsen kam es jedoch zu Verschiebungen auf den Finanzmärkten, die sich auch auf Corporate Private Debt auswirken. Um diese Auswirkungen zu verstehen, befragte der BAI 109 deutsche institutionelle Investoren zu geplanten Veränderungen ihrer Corporate-Private-Debt-Allokation und der Stimmung im Markt gegenüber der Anlageklasse. In weiteren Experteninterviews kommt zudem die Sell-Side zu Wort. Asset Manager und Consultants geben einen Überblick zu Chancen und Herausforderungen von Corporate Private Debt im aktuellen Marktumfeld.



Laut aktuellen Daten des BAI Investor Survey ist Corporate Private Debt unverändert ein wichtiger Bestandteil in den Portfolios institutioneller Investoren in Deutschland. Das BAI Alternative-Investments-Stimmungsbarometer unterstreicht, dass Corporate Private Debt derzeit gute Chancen für Investoren bietet. Private Debt wird momentan mitunter als attraktivste alternative Assetklasse eingeschätzt. Der Anteil der allozierenden Investoren ist im Vergleich zum Vorjahr von 56% auf 66% gestiegen.

**Weitere 9% der befragten Investoren planen, in den nächsten Jahren in die Assetklasse einzusteigen.**

Auch nimmt bei bereits allozierenden Investoren die Dynamik im Markt weiter zu.

**56% planen, ihre Allokation weiter zu erhöhen, im Vergleich zu 48% im Vorjahr, da langfristige, positive Treiber weiterhin als intakt angesehen werden.**

Das aktuelle Marktumfeld für Corporate Private Debt wird ebenso von einer Mehrheit der Asset Manager als sehr attraktiv wahrgenommen. So profitiert die Anlageklasse direkt von steigenden Leitzinsen und weist daher historisch attraktive Renditeniveaus für Investoren auf. Des Weiteren ist zu beobachten, dass sich Banken aus Finanzierungen im Mittelstand zurückziehen, was neue Investitionsmöglichkeiten für Private-Debt-Investoren eröffnet. Der allmähliche Rückzug der Banken aus dem Leveraged-Loan-Geschäft, sowie die Verlangsamung der Emission von High-Yield-Bonds verstärken diesen Trend.

Asset Manager nehmen steigende Anleiherenditen als eine Herausforderung für die Assetklasse wahr. Trotz interessanter Opportunitäten bei liquiden Bonds sehen sie traditionelles Fixed-Income insgesamt jedoch eher nicht als signifikante Konkurrenz für Corporate Private Debt. Eine Begründung der Asset Manager hierfür ist, dass der liquide Markt aktuell nicht als liquide angesehen werden könne. Außerdem ist der Yield Pick-up von Private Debt zu fixed-income Debt momentan so groß wie schon lange nicht mehr. Auch greife der Vorteil von Bonds gegenüber Private Debt nur bei nominalen Renditezielen, nicht jedoch bei realen. Um inflationsbedingte reale Renditeeinbußen auszugleichen, müssen Investoren entsprechend weiterhin auf alternative Risikoprämien setzen. Hierbei spielen die aktuell sehr attraktiven Renditen bei Corporate Private Debt eine entscheidende Rolle, so die einhellige Meinung der interviewten Asset Manager. Als Herausforderung kann jedoch gesehen werden, dass Investoren ihre nominalen Renditeziele teilweise noch nicht an das erhöhte Zins- und Inflationsniveau angepasst haben.

## **Der Denominator-Effekt wird nur noch von 26% der Investoren als Herausforderung genannt.**

Dieser kann aufgrund (regulatorischer) Mechanismen dazu führen, dass Investoren möglicherweise nicht ausreichend von attraktiven Gelegenheiten im Bereich Corporate Private Debt profitieren können. Der Effekt wirkt jedoch tendenziell nur kurzfristig. Außerdem ist die Stabilität der Anlageklasse, die den Denominator-Effekt mit auslöst, gerade in der aktuell volatilen Marktphase ein großer Vorteil für institutionelle Investoren.

## **Steigende Ausfallrisiken aufgrund aktuell erhöhter konjunktureller Risiken stellen eine weitere potenzielle Herausforderung dar.**

Entsprechend liegt der Fokus im Kreditgeschäft auf dem Schutz gegen Ausfallrisiken. Dazu gehört eine gründliche Due Diligence des Geschäftsmodells, der finanziellen Gesundheit und der zukünftigen Ertragskraft des Unternehmens unter Einbindung von Beratern und Wirtschaftsprüfern, sowie der Festlegung der angemessenen Kredithöhe für das jeweilige Unternehmen, bestenfalls mit erheblichem Equity-Puffer. Die Kapitalstruktur kreditnehmender Unternehmen spielt folglich eine entscheidende Rolle. Ebenso liegt der Fokus der Asset Manager bei der Eindämmung von Ausfallrisiken auf diversen Schutzmechanismen im Vertragswerk, einschließlich sogenannter Covenants.

Weitere betrachtete Themen sind Trends bezüglich Subassetklassen und Industrien. Den Stimmen der interviewten Asset Manager folgend, kann Senior Direct Lending als Gewinner des aktuellen Umfeldes angesehen werden. Hier profitiert das Private-Debt-Segment vom Rückzug der Banken und steigendem Finanzierungsbedarf. Zudem kommt es zur Ausweitung der Margen. Außerdem sehen einige Manager im aktuell volatilen Marktumfeld, mit Verwerfungen am Kapitalmarkt, die Zeit für opportunistische Kreditstrategien sowie Hybrid-Capital-Strategien gekommen, wobei Mezzanine-Strategien als herausfordernder beschrieben werden.

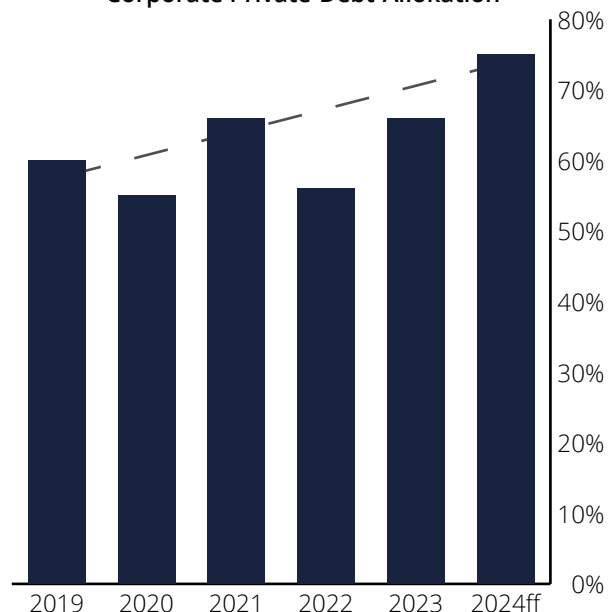


Keine Einigkeit besteht unter den befragten Asset Managern hingegen darüber, welche Marktsegmente derzeit profitieren. Es werden verschiedene Argumente für den Lower Mid-Market, Upper Mid-Market und den Bereich der Large-Cap-Unternehmen vorgebracht. Wir können die Konklusion ziehen, dass weiterhin ein Engagement in allen drei Märkten insbesondere aus Diversifikations- und Marktchancen-sicht angebracht ist. In Bezug auf unterschiedliche Branchen für Private-Debt-Kredite liegt der Fokus der befragten Asset Manager derzeit tendenziell auf defensiven Industrien.

# 1. Corporate Private Debt Investments deutscher institutioneller Investoren

Aktuelle Daten des BAI Investor Survey 2023 zeigen, dass Corporate Private Debt (im Folgenden kurz „Private Debt“) weiterhin ein zentraler Baustein in den Portfolios institutioneller Investoren in Deutschland ist. Der Anteil der befragten Investoren, die in Private Debt allozieren, hat im Vergleich zu 2022 von 56% auf 66% zugenommen. Insgesamt verzeichnet die Assetklasse in den vergangenen fünf Jahren einen leicht positiven Trend an neuen Investoren und hat sich als am viertmeisten gewählte alternative Anlageklasse nach Immobilien Equity, Infrastruktur Equity und Corporate Private Equity etabliert. Damit stellt Private Debt zugleich die bevorzugte alternative Anlageklasse für Fremdkapitalfinanzierungen dar.

Anteil deutscher institutioneller Investoren mit Corporate Private-Debt-Allokation

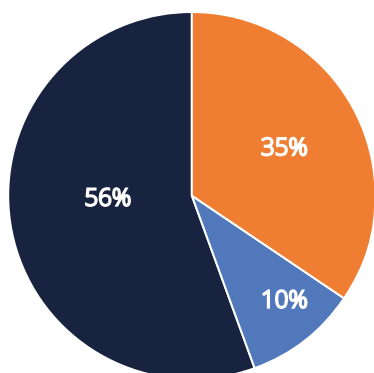


Quellen: BAI Investor Survey 2019-2023.

Weitere 9% der institutionellen Investoren in Deutschland planen in den nächsten Jahren erstmals in Private Debt zu investieren. Entsprechend erwarten wir, dass in den Folgejahren drei Viertel aller institutionellen Investoren eine Allokation aufweisen werden.

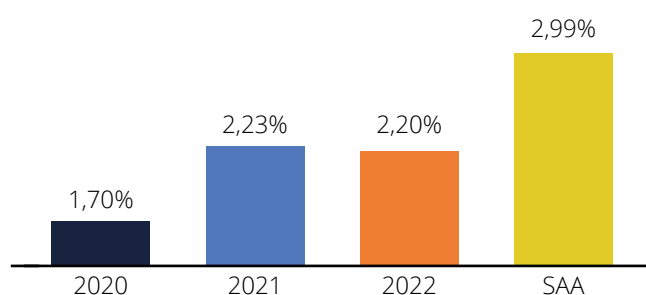
Zudem planen derzeit 56% der Investoren, die bereits in Private Debt allozieren, ihre Allokation weiter auszubauen: eine leichte Steigerung im Vergleich zum Vorjahreswert (48%). Im Durchschnitt liegt die Zielallokation im Gesamtportfoliokontext bei ca. 3%. Hierfür sind verschiedene Treiber verantwortlich, die wir in den Folgekapiteln zusammen mit Asset Managern und Consultants aus BAI-Mitgliedsunternehmen ausführlich diskutieren.

Geplante Corporate Private Debt Allokationsanpassungen



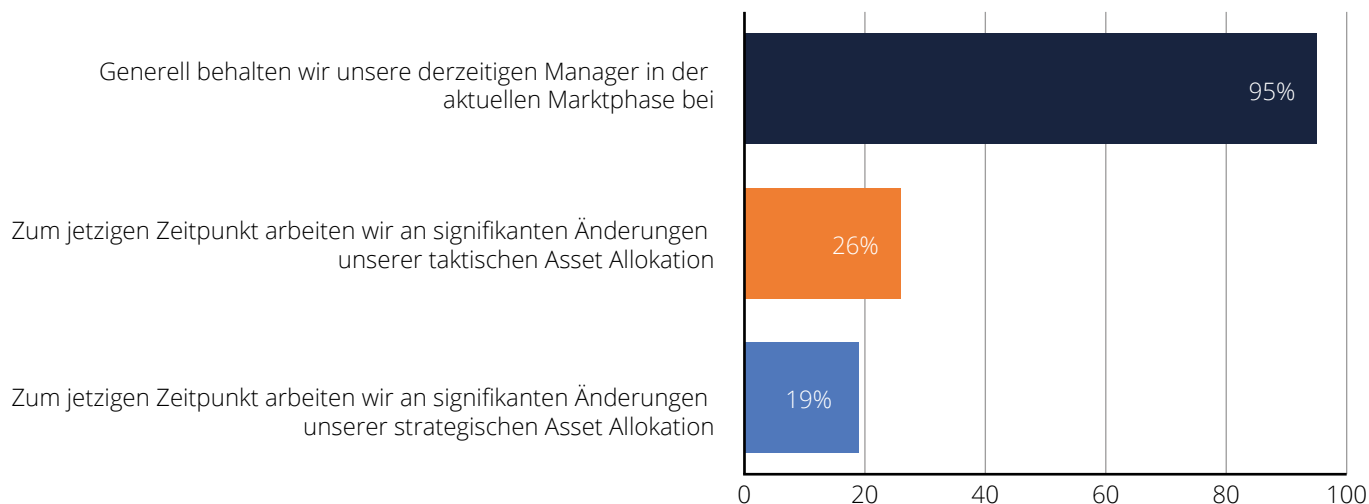
■ Erhöhen ■ Status Quo beibehalten ■ Reduzieren

Allokation & Zielallokation institutioneller Investoren in Deutschland



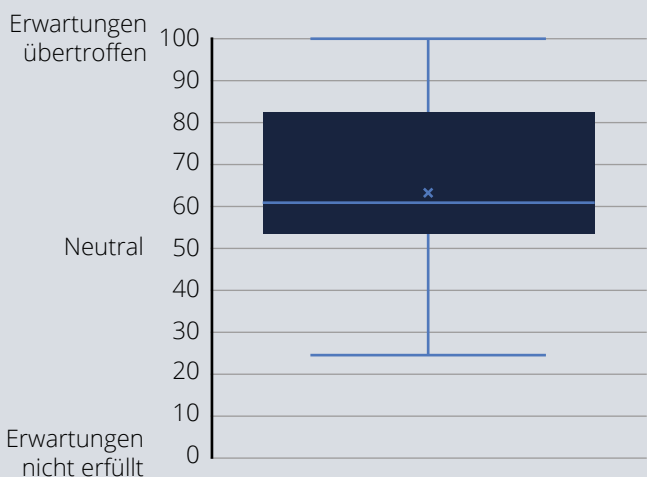
Gespräche mit Investoren zeigen, dass diese in den vergangenen Jahren massiv Expertise und Personal im Bereich der Alternative Investments aufgebaut haben und von ihrer langfristigen Aufbau-Strategie auch im derzeitigen herausfordernden Marktumfeld nicht abweichen. Sie bleiben ihren Asset Managern auch in der aktuellen Marktphase überwiegend treu (95%). Nur vereinzelte Investoren arbeiten zudem an signifikanten Änderungen ihrer strategischen (19%) und taktischen Asset Allokation (26%). Die langfristigen Treiber für Private Debt werden als weiterhin intakt angesehen.<sup>1</sup>

### Kein Abweichen von Langfriststrategien



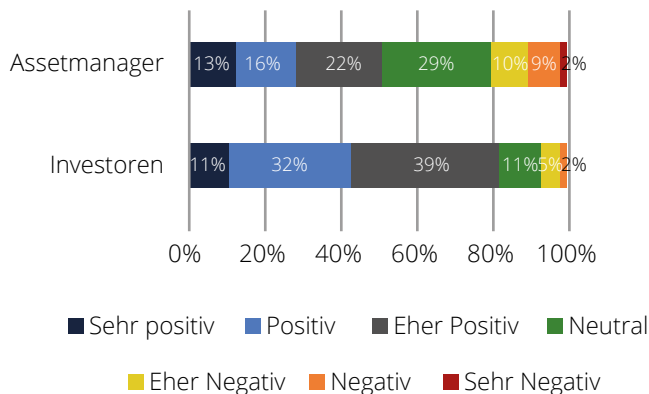
Die guten Erfahrungen der Investoren mit der Assetklasse in der Vergangenheit bestärken das positive Gesamtbild. Für eine große Mehrheit hat Private Debt als Anlageklasse die Erwartungen im veränderten Marktumfeld der vergangenen Monate erfüllt oder sogar übertroffen.

### In welchem Ausmaß haben Corporate Private-Debt-Investitionen Ihre Erwartungen im veränderten Marktumfeld in den letzten 12 Monaten erfüllt?



Das BAI Alternative Investments Stimmungsbarmeter untermauert den Befund, dass Private Debt als Anlageklasse aktuell gute Opportunitäten für Investoren bietet. Demnach schneidet Private Debt bei 82% der befragten Investoren, die das aktuelle Investmentumfeld als „sehr positiv“, „positiv“ oder „eher positiv“ einschätzen, am besten von allen alternativen Assetklassen ab.

### Wie beurteilen Sie aktuell das Investmentumfeld für Corporate Private Debt?

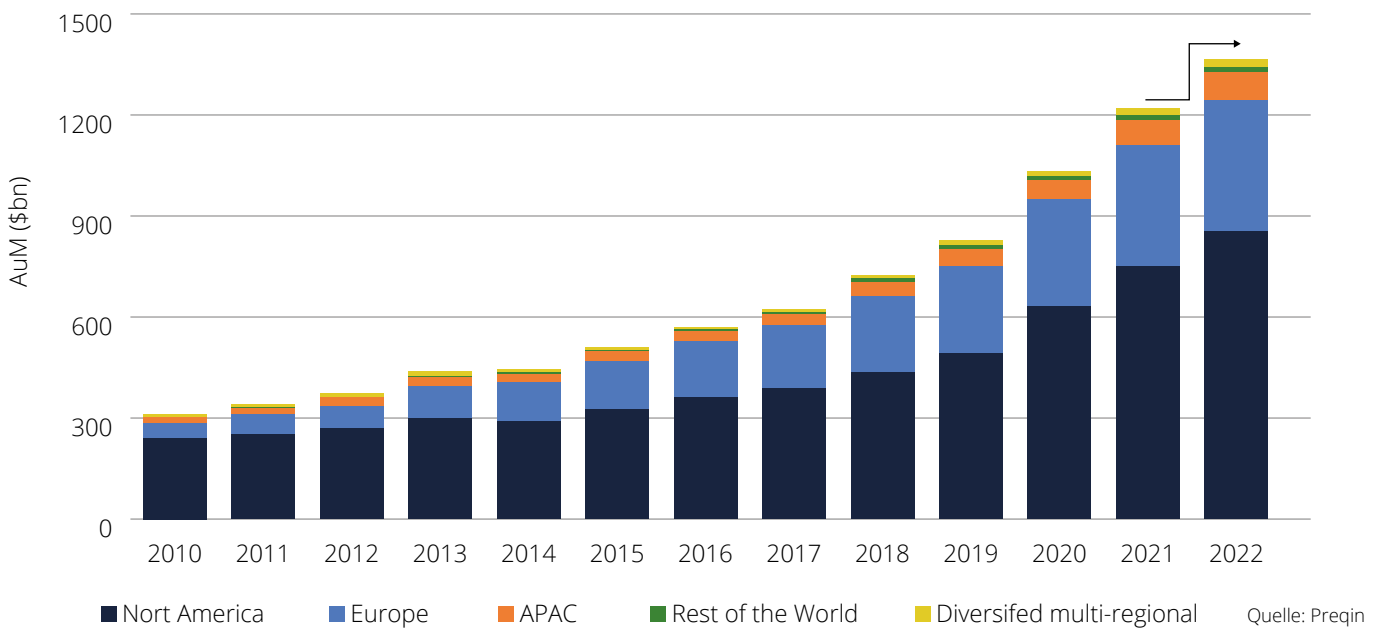


<sup>1</sup> Vgl. die BAI Studie [Interest rate turnaround and inflation Alternative Investments remain robust - despite competition from rising bond yields.](#)

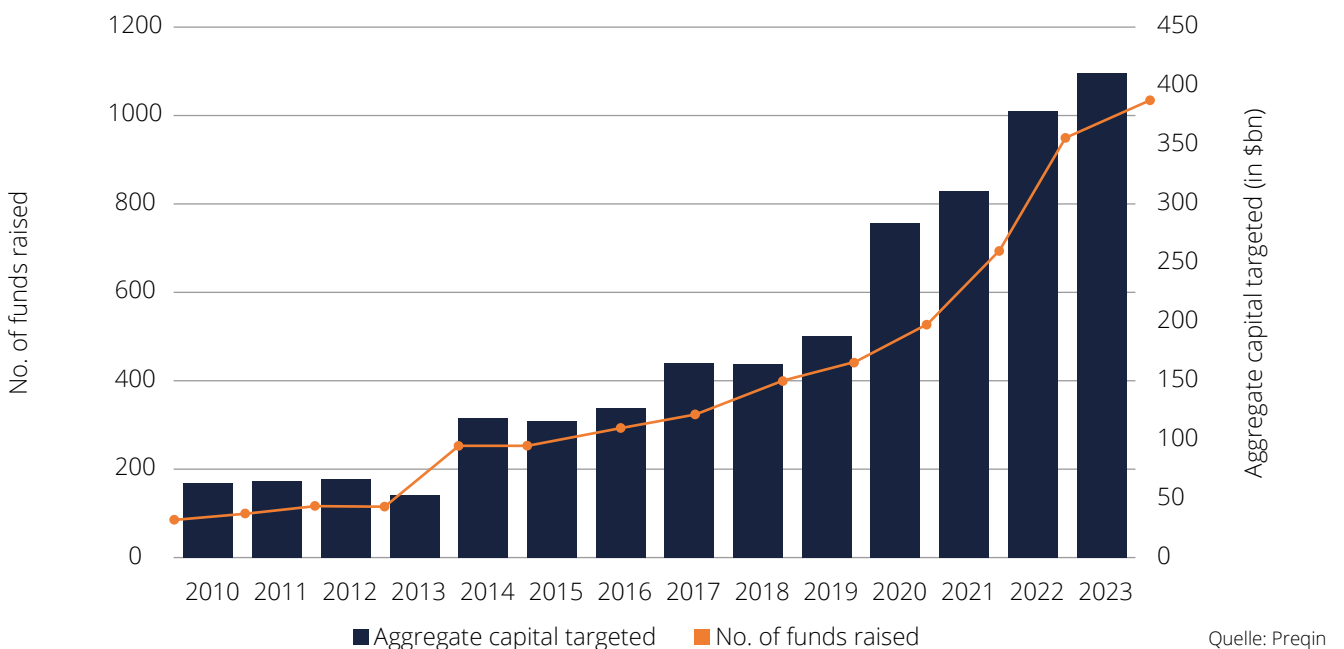
## 2. Internationaler Vergleich

Auch internationale Vergleichsdaten zeigen, dass die Attraktivität von Private Debt innerhalb des alternativen Anlagespektrums zugenommen hat. Vergleichbar mit den BAI Deutschland-Daten, möchten weltweit 44% der Investoren ihre Private-Debt-Allokation ausbauen, wohingegen Private Equity einem eher herausfordernden Marktumfeld gegenübersteht.<sup>2</sup> Hierfür werden maßgeblich die gestiegenen Zinsen verantwortlich gemacht, die Fremdkapital für Private-Equity-Investoren verteuern. Private Debt hingegen profitiert, da aufgrund der Floater-Struktur höhere Zinsen direkt an die Investoren weitergegeben werden können.

AuM Private-Debt-Fonds



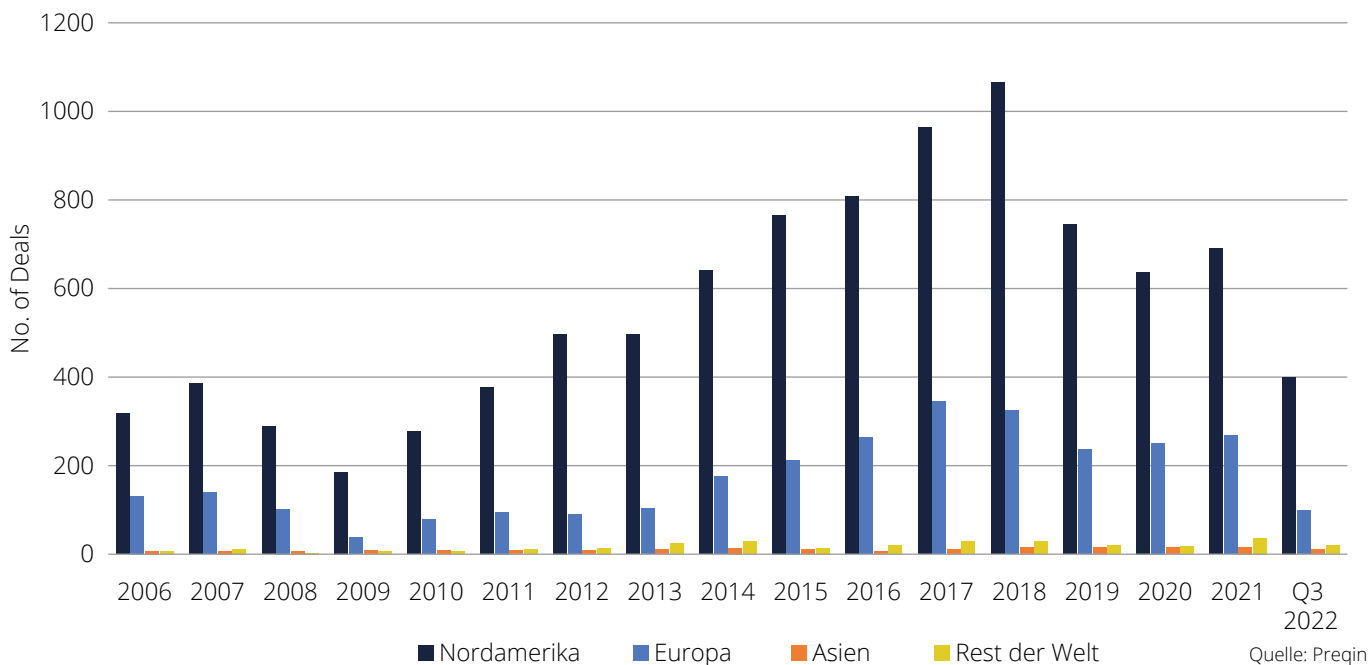
Global: No. of funds raised + Aggr. Capital Targeted



<sup>2</sup> Vgl. Collier Capital: 38. Global Private Equity Barometer.

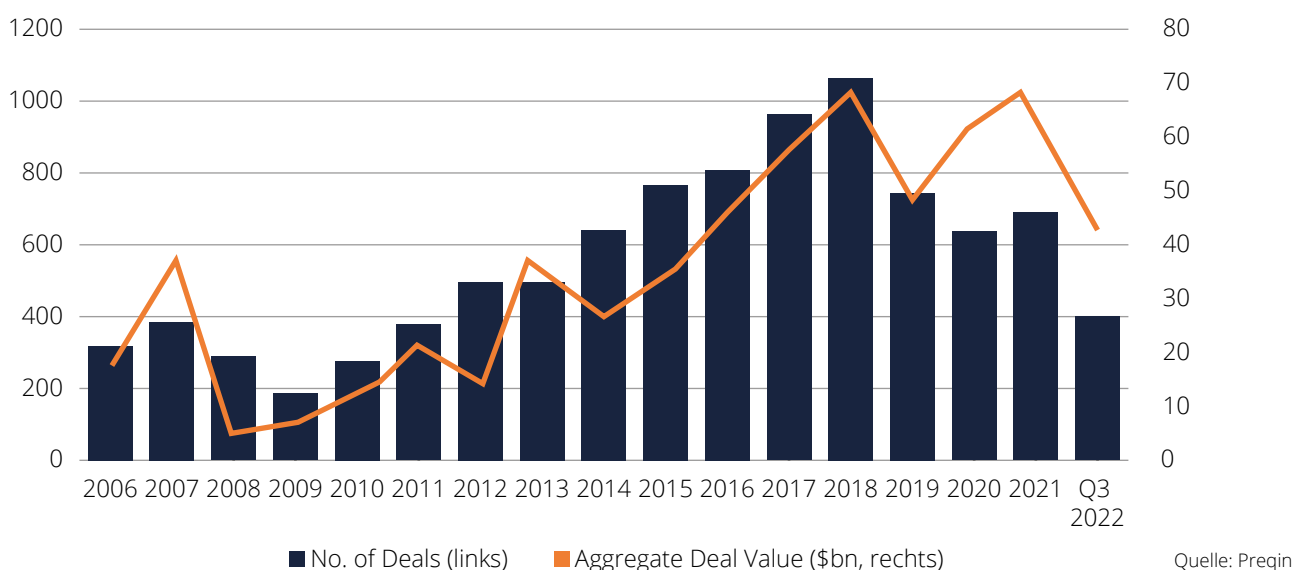
Die Mehrheit der Private-Debt-Fonds wird nach wie vor in Nordamerika aufgelegt (55%). Zudem entfielen auf die Region 69% des globalen Privat-Debt-Fundraisings im Jahr 2022. Nordamerikanische Private Debt Manager konnten ihren Marktanteil in den vergangenen Jahren kontinuierlich steigern. Diese Entwicklung spiegelte sich dabei in der Transaktionsaktivität der Region wider: in den ersten drei Quartalen im Jahr 2022 fanden ca. 76% der globalen Private-Debt-Transaktionen in Nordamerika statt, im Vergleich zu 68% im Jahr 2021.<sup>3</sup>

**Jährliche Anzahl von Transaktionen nach Regionen**



Europa bleibt der zweitgrößte Markt für Private-Debt-Investitionen. Etwa 23% der weltweit neu aufgelegten Private-Debt-Fonds stammen aus Europa, wobei sich der Anteil gegenüber dem Vorjahr (21%) kaum änderte. Im Jahr 2021 wurde dabei etwa 25% des globalen Private-Debt-Kapitals auf dem europäischen Markt gezeichnet, nach 30% im Jahr 2021. Der Anteil der in Europa veranlassten Private-Debt-Transaktionen sank von 26,5% im Jahr 2021 auf 18,6% in Q3 2022. Dieser Rückgang entspricht dem oben aufgeführten prozentualen Zuwachs in Nordamerika.<sup>4</sup>

**Private Debt Deals in Nordamerika**

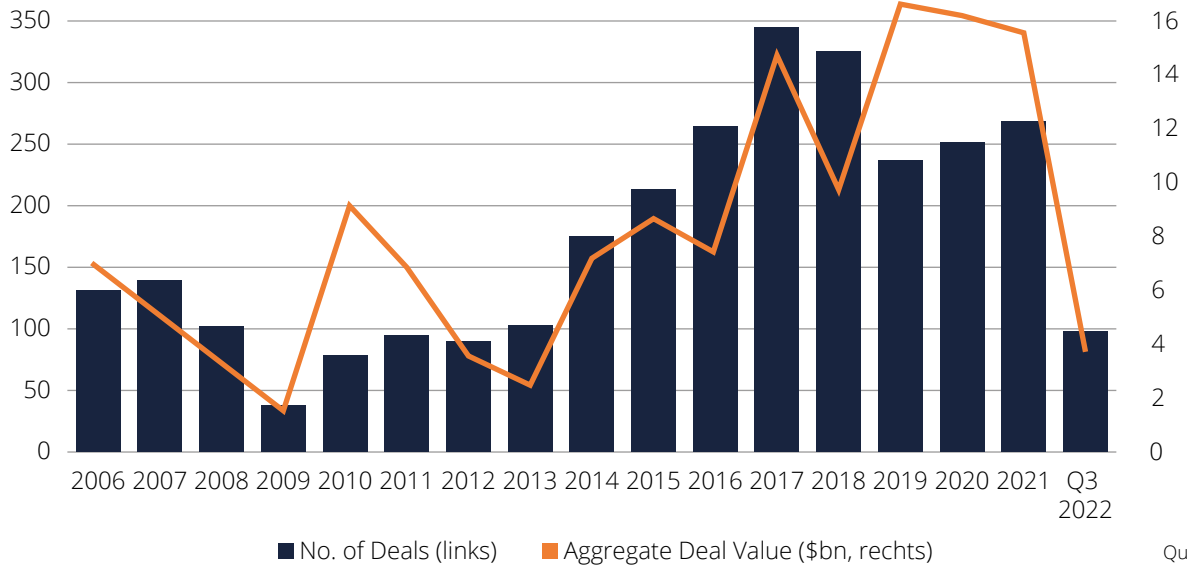


<sup>3</sup> Vgl. Preqin: Global Private Debt Report 2023.

<sup>4</sup> Vgl. Preqin: Global Private Debt Report 2023.

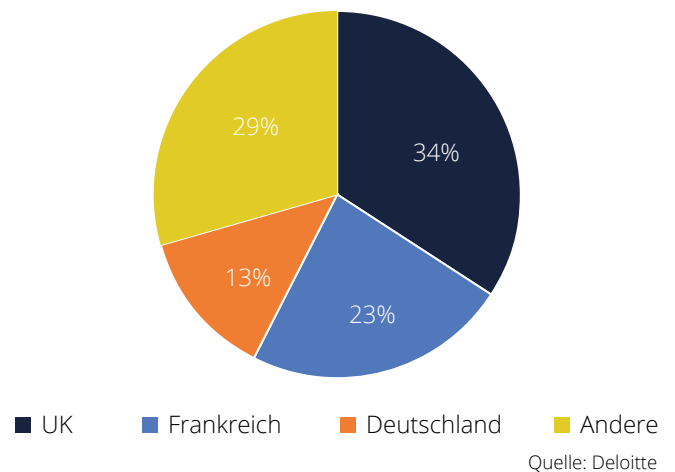


## Private Debt Deals in Europa



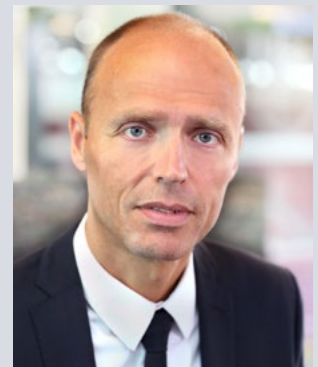
Ca. 70% aller europäischen Transaktionen fanden im letzten Jahr in Großbritannien, Frankreich und Deutschland statt.<sup>5</sup> Bei Betrachtung der Deal-Entwicklung auf Ebene einzelner EU-Länder lässt es sich feststellen, dass von den drei oben genannten Ländern nur Frankreich ein positives Deal-Wachstum im letzten Jahr verzeichnen konnte. Dahingegen waren die Transaktionen in Großbritannien und Deutschland rückläufig. In den übrigen Regionen des EU-Raums ist das positive Deal-Wachstum seit 2020 in Ländern wie Niederlande, Spanien und Italien hervorzuheben.

## Deal-Verteilung nach EU-Ländern



*Der lower middle-market in Skandinavien und Nordeuropa bietet eine Vielzahl von attraktiven Investmentopportunitäten über eine Vielzahl von Branchen hinweg. Um diese erschließen zu können bedarf es einer umfassenden Kreditanalyse und eines rigorosen Bottom-up Investmentprozesses.*

**Sandro Näf, Portfolio Manager & CEO und Co-Founder von Capital Four**

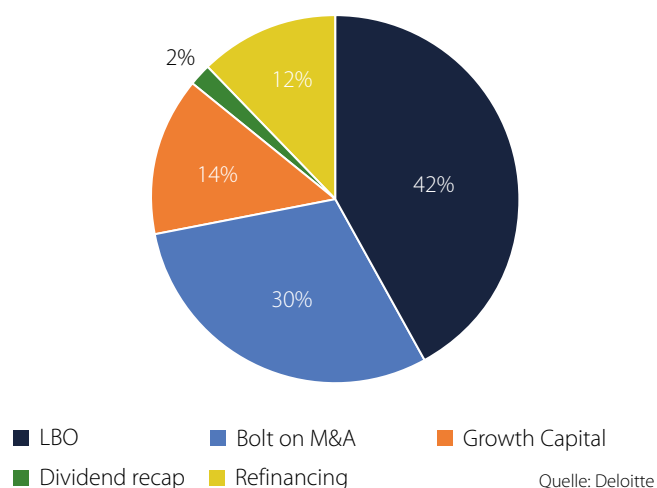


<sup>5</sup> Vgl. Deloitte: Private Debt Deal Tracker Spring 2023.



Auch Skandinavien verzeichnet in den letzten Jahren ein stabiles Wachstum von Direct Lending Deals. Sandro Näf, Portfolio Manager & CEO und Co-Founder von Capital Four, erklärt diese Tendenz zum einen mit einer stärkeren Fragmentierung und geringeren Institutionalisierung des Direct-Lending-Segmentes im Vergleich zu anderen europäischen Märkten. Außerdem zeichnen sich die skandinavischen Märkte durch einen stärkeren gesetzlichen Schutz von Eigentums- und Gläubigerrechten aus, verfügen zudem über geringere Restrukturierungskosten bei gleichzeitig höheren Recovery Rates, so Näf. Die niedrige Staatsverschuldung der skandinavischen Länder wirke sich ebenfalls positiv auf die Qualität der Investmentopportunitäten aus.

**Eurozone: Deal-Zweck**



42% der privaten Kredite in der Eurozone (exkl. Großbritannien) werden für LBO-Zwecke bzw. zu 30% für „Bolt on M&A“-Zwecke vergeben. Der überwiegende Anteil der Deals sind dabei sponsored.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Vgl. Deloitte: *Private Debt Deal Tracker Spring 2023*.

# 3. Chancen und Herausforderungen im Bereich Corporate Private Debt im aktuellen Marktumfeld

## 3.1. Chancen

Das vergangene Jahr war vom rasanten Zinsanstieg und der hohen Inflation geprägt. Es konnte beobachtet werden, dass institutionelle Investoren häufig auf Sicht führen und abwarteten bis sich neue Marktgleichgewichte einstellten. Im Markt scheint nun jedoch nach dem Schock der abrupten Zinswende ein Gewöhnungseffekt einzusetzen. Das aktuelle Private-Debt-Marktumfeld zeichnet sich durch attraktive Investitionsbedingungen aus. Bedingungen, die laut führender Expertinnen und Experten seit der globalen Finanzkrise nicht mehr gesehen wurden.

Manager heben vor allem die variable Verzinsung, die steigende Nachfrage nach Private Debt auf der Seite der Unternehmen und Investoren, sowie kürzere Laufzeiten bei Private-Debt-Krediten relativ zu ihren liquiden Pendanten hervor, die für die zunehmende Attraktivität der Anlageklasse im aktuellen Marktumfeld sorgen. Die steigende Nachfrage resultiert einerseits aus einem erhöhten Kapitalbedarf, andererseits aus dem teilweisen Rückzug der Banken aus der Mittelstandsfinanzierung.

*Die Anlageklasse Private Debt ist in den kommenden Jahren „here to stay“. Zum einen aufgrund der Diversifikation, die die Anlageklasse für das Portfolio mit sich bringt, und zum anderen aufgrund der Expertise und Teams, die die institutionellen Investoren in den letzten Jahren aufgebaut haben.*

**Alexander Ott, Managing Director Private Debt Europe, Partners Group**



### 3.1.1. Konkurrenz zwischen Corporate Private Debt und Banken - Rückzug der Banken

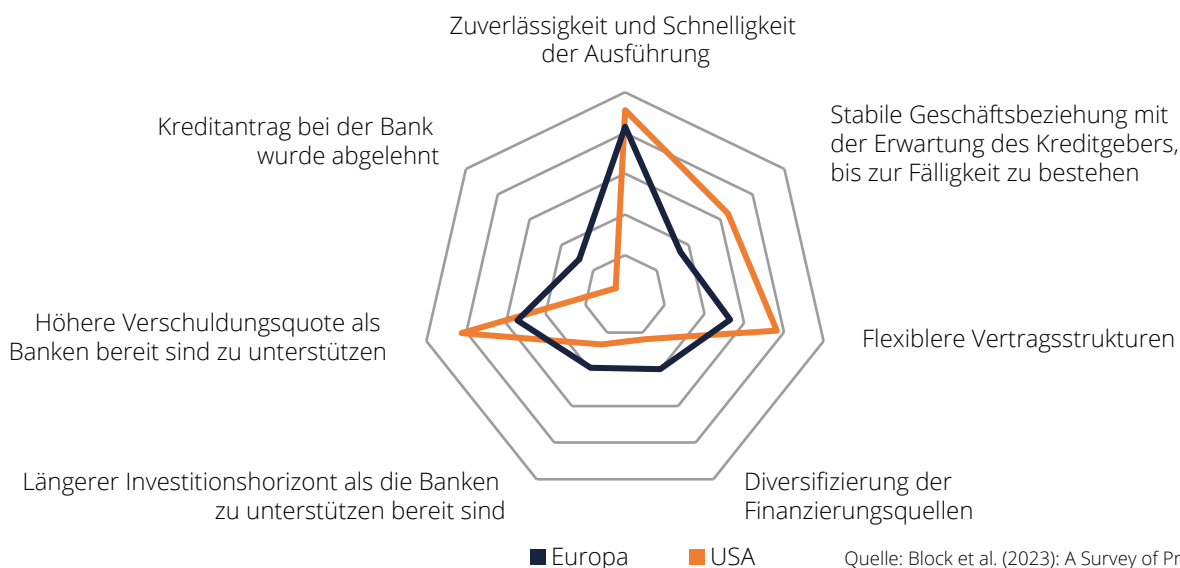
Private Debt konkurriert als Finanzierungsmodell, insbesondere für mittelständische Unternehmen, mit Banken. Aufgrund strengerer regulatorischer Vorschriften und gesteigerter Kapitalanforderungen reduzierten in den vergangenen Jahren seit der Weltfinanzkrise viele Banken ihre Kreditvergabe an den Mittelstand. In diesem Zusammenhang gewann Private Debt, insbesondere Senior Direct Lending, als Alternative an Bedeutung. Senior Direct Lending konzentriert sich dabei auf die Vergabe von vorrangigen Krediten an Unternehmen mit soliden Bonitäten. Die im Zuge des letzten Jahres einsetzende Zinswende und Inflation wirken sich jeweils auf die Bedeutung von Banken und Private Debt für Finanzierungen aus.

Es kann beobachtet werden, dass sich Banken in Phasen steigender Zinsen und Inflation aus Finanzierungsgeschäften zurückziehen. Dafür ist eine Reihe von Faktoren relevant. So können steigende Zinsen und Inflation zu einem erhöhten Kreditrisiko führen. Aufgrund steigender Betriebskosten und Zinskosten werden potenziell Gewinne von Kreditnehmern belastet, was Ausfallrisiken für Banken erhöhen kann, da die Wahrscheinlichkeit von Zahlungsausfällen zunimmt. Steigende Zinsen und Inflation können dazu führen, dass Banken zusätzliches Kapital vorhalten müssen, um mögliche Verluste aufgrund von Kreditausfällen abzudecken. Aufgrund regulatorischer Anforderungen, wie Eigenkapitalquoten und Liquiditätsvorschriften, müssen Banken somit unter Umständen ihr Kreditportfolio einschränken. Auch erhöhen steigende Zinsen die Refinanzierungskosten

für Banken selbst, die ihre eigene Liquidität sicherstellen und entsprechend möglicherweise höhere Zinsen zahlen müssen, um sich auf dem Markt zu refinanzieren. Weiter spielen derzeitige inverse Zinsstrukturkurven in diesem Kontext eine Rolle, da kurzfristig teuer geliehenes Geld nicht mehr langfristig profitabel vergeben werden kann, was Finanzierungsspielräume weiter einschränkt. Auswirkungen und Strategien variieren zwar von Bank zu Bank, insgesamt kann

jedoch theoretisch begründet werden, warum die Liquidität auf dem Finanzierungsmarkt in Phasen steigender Zinsen tendenziell zurück geht. Private-Debt-Fonds sind aufgrund anderer regulatorischer Rahmenbedingungen und spezialisiertem Know-How eher in der Lage mit dieser Problematik umzugehen und können somit, nach Einschätzung der von uns befragten Expertinnen und Experten, die momentane Situation nutzen, um Marktanteile zu gewinnen.

### Gründe für die Wahl von Private Debt gegenüber Bankkrediten



Florian Hofer, Director Private Debt von Golding Capital führt an, dass sich sowohl der Zinsanstieg als auch der zunehmende Rückzug der traditionellen Banken aus der Mittelstandsfinanzierung als besonders vorteilhaft für den Private-Debt-Markt erweisen.

Christian Fritsch zufolge, dessen Unternehmen, ELF Capital, sich auf Direct Lending im Lower-Mid-Markt spezialisiert, würden im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld insbesondere mittelständische Unternehmen aus dem Lower-Mid-Market vor einem signifikantem Finanzierungs-

bedarf stehen, um die Herausforderungen in Bereichen wie Digitalisierung, Optimierung von Supply-Chain-Prozessen sowie Implementierung von Maßnahmen im ESG-Bereich zu bewältigen und dort die Transformationsprozesse vollziehen zu können. Da sich die traditionellen Banken aus risikobehafteten Marktsegmenten im aktuellen Marktumfeld zunehmend zurückziehen, ergibt sich eine Finanzierungslücke im Lower-Mid-Markt, die zusätzlichen Raum für Private-Debt-Investitionen lässt, bzw. neue attraktive Investitionsmöglichkeiten für Private-Debt-Investoren schafft.

*Im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld stehen insbesondere mittelständische Unternehmen aus dem Lower-Mid-Market vor einem signifikantem Finanzierungsbedarf. Denn selbst in einem komplexen makroökonomischen Umfeld gibt es reichlich profitable Unternehmen, die neue Marktopportunitäten wahrnehmen möchten und dafür zusätzliches Kapital benötigen.*

**Christian Fritsch - Managing Partner, ELF Capital**



Auch ist zu beobachten, dass sich Banken aus dem Leveraged Loan-Geschäft zurückziehen, da das Ausfallrisiko für höher verschuldete Unternehmen überproportional steigt und die Zinszahlungen für variable Zinssätze zunehmen. Regulatorische Vorschriften und erhöhte Kapitalanforderungen können ebenfalls eine Rolle spielen, da Banken ihr Risikoprofil reduzieren und ihre Kapitalressourcen effizienter nutzen möchten.

Alexander Ott, Managing Director Private Debt Europe, Partners Group, betont, dass das Zinsumfeld im Bereich Private Debt so positiv wie zuletzt vor zehn Jahren sei. Zudem habe sich die Wettbewerbsdynamik für Private Debt aufgrund der Zurückhaltung auf dem Leveraged-Loan-Markt und dem Markt für High Yield Bonds verbessert.

Alexander Ott und Roman Smirnov, Senior Portfoliomanager und Head of Continental Europe Portfolio Management, Partners Group, heben den allmählichen Rückzug der Banken aus dem Leveraged-Loan-Geschäft, ebenfalls im Upper-Mid-Market, hervor, die das sogenannte „Hung Debt“ in ihren Bilanzen vermeiden wollen. Im Weiteren verweisen sie auf die Verlangsamung der Emission im High-Yield-Markt. Dementsprechend nutzen die Private-Equity-Sponsoren oder Unternehmen vermehrt den Private-Debt-Finanzierungskanal als eine der wenigen verlässlichen Finanzierungsalternativen derzeit, wovon Direct Lending im aktuellen Umfeld profitiert.

Nach Auffassung von Sabine Fischer, Beraterin und Co-Inhaberin des Beratungshauses BB Alternative Partners, tendieren die Unternehmen aus dem Upper-Mid-Market-Segment vermehrt dazu, eine Finanzierung über Private-Debt-Fonds gegenüber Finanzierungsalternativen vorzuziehen, selbst wenn ihnen mehrere Möglichkeiten zur Auswahl stehen. Dies begründe sich vor allem in den Vorteilen hinsichtlich der Transparenzanforderungen, Flexibilität der Kreditverträge, Zügigkeit der Kreditvergabe sowie eines geringeren Risikos der Weiterplatzierung, die Private-Debt-Finanzierungen gegenüber den Finanzierungsalternativen bieten. Die Platzierungsunsicherheit bei Syndicated Loans oder High-Yield-Anleihen trägt ebenfalls dazu bei. Infolgedessen sind die Unternehmen aus dem Upper-Mid-Market bereit,

eine um 150 Bps höhere Zinslast in Kauf zu nehmen, die Private-Debt-Fonds verlangen. Für die Attraktivität des Upper-Mid-Market sorgen auf der Seite der Investoren und Asset Manager dabei die Leverage- und Collateral-Niveaus, die die Unternehmen aus diesem Marktsegment aufweisen.

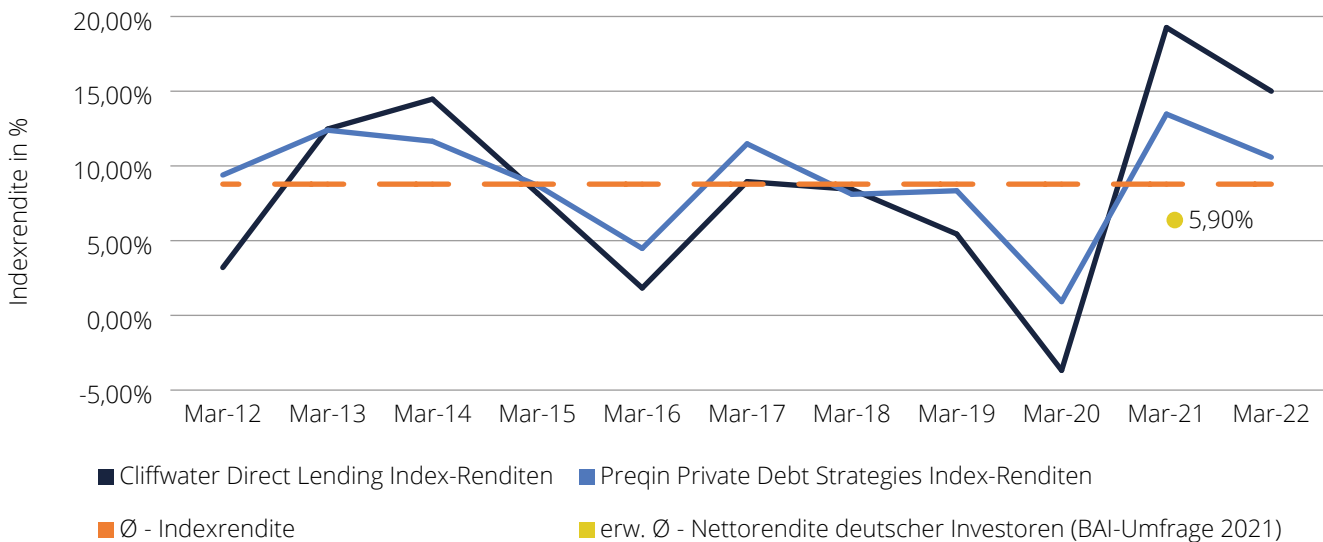


### **Private Debt gegenüber Banken aufgrund engerer Zusammenarbeit mit kreditnehmenden Unternehmen im Vorteil**

Darüber hinaus sind Kreditfonds im Gegensatz zu Banken stärker auf die Zusammenarbeit mit Unternehmen ausgerichtet, so Sabine Fischer. Zudem kennzeichne sich die Anlageklasse Private Debt durch eine hohe Planbarkeit der Erträge und eine niedrig ausgeprägte Volatilität, die insbesondere im Bereich der Finanzplanung bei den institutionellen Investoren eine hohe Bedeutung haben und damit die Attraktivität der Anlageklasse erhöhen.

Im Allgemeinen erlebe die Private-Debt-Branche ihre „goldenen“ Jahre, denn sie verzeichnet zurzeit eine außergewöhnlich hohe Nachfrage. BB Alternatives rechnet nicht mit schwachen Performance-Zahlen auf der Fondsebene.

## Private-Debt-Renditen



Quelle: PreqinPro, BAI, Cliffwater

*Aus meiner Sicht werden die kommenden 2 – 3 Jahre eine goldene Zeit für Private-Debt-Fonds: hohe Renditen durch die gestiegenen Zinsen, weiter steigende unternehmensseitige Nachfrage nach (Re-) Finanzierungen aller Art und tendenziell sinkende Verschuldungsraten aufgrund der hohen Finanzierungskosten. Und das möglicherweise gebremste Wachstum hier und da stört einen Kreditfonds nicht wirklich. Die Kreditfonds streben an, gemeinsame, tragfähige Lösungen zu finden, da ihre Interessen eng mit dem Erfolg des Unternehmens verknüpft sind. Diese starke Verzahnung der Interessen fördert eine konstruktive und lösungsorientierte Zusammenarbeit, von der sowohl der Kreditgeber als auch der Kreditnehmer profitieren können.*



**Sabine Fischer, Managing Partner, BB Alternative Partners**

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld ein signifikanter Finanzierungsbedarf für mittelständische Unternehmen im Lower-Mid-Market besteht, um Transformationsprozesse in den Bereichen Digitalisierung, Supply-Chain-Optimierung und ESG-Maßnahmen umzusetzen. Der Rückzug der traditionellen Banken aus risikobehafteten Marktsegmenten und die erhöhten Zinsen schaffen eine Finanzierungslücke, die Private-Debt-Investoren nutzen können. Die attraktiven Zinsen und die verbesserte Wettbewerbsdynamik machen den Private-Debt-Markt aus Sicht der befragten Asset Manager daher momentan besonders vorteilhaft für Investoren.

### 3.1.2. Zunehmende Attraktivität im Vergleich zu anderen illiquiden Assetklassen

Private Debt gewinnt innerhalb des Spektrums illiquider Assetklassen an Bedeutung. Das zeigen die Daten aus BAI-Investorenumfragen, die sich mit den Aussagen der befragten Asset Manager decken.

Dies ist auf mehrere Faktoren zurückzuführen. Die Performance von illiquiden Assetklassen setzt sich aus Kapitalwachstum (Capital Growth) und Ertragsrendite (Income Return) zusammen. Faktoren, wie erhöhte Inflation, steigende Zinsen und Volatilität wirken sich jeweils auf Wertzuwachs und Ertragsrendite aus. Höhere Zinsen und Inflation führen dazu, dass zukünftige

Wertzuwächse stärker diskontiert werden müssen. Das wirkt sich tendenziell negativ auf Assetklassen aus, deren Performance stark von Wertzuwächsen getrieben wird. Wie aus Experteninterviews hervorgeht mindern diese Faktoren tendenziell die Attraktivität von Teilbereichen der Assetklassen Corporate Private Equity und Real Estate Equity. Die Ertragsrendite, die Bedienung von Verbindlichkeiten durch regelmäßige Einkommensströme, nimmt hingegen eher an Bedeutung zu. Assetklassen, die regelmäßige, stabile Cashflows generieren, sind insbesondere in Phasen erhöhter makroökonomischer Volatilität für institutionelle Investoren von zentraler Bedeutung. Private Debt wird hierbei auch aufgrund der Floater-Zinsstruktur im aktuellen Marktumfeld als besonders attraktiv angesehen. So können Investoren sowohl von stabilen regelmäßigen Cashflows profitieren als auch an den steigenden Zinsen partizipieren.

Sandro Näf, CEO und Co-Founder von Capital Four, betonte im Interview die Attraktivität von Private Debt im Vergleich zu anderen Assetklassen im gegenwärtigen Marktumfeld. Direct Lending biete nicht nur höhere Renditen als andere Assetklassen, sondern auch ein kürzeres Cashflow-Profil. Demnach können Investoren stetige Erträge durch Zinszahlungen erwarten und erhalten damit frühere Cashflows. Dies steigert nicht nur die Attraktivität von Private Debt in puncto Gesamtertrag, sondern trägt auch seiner Rolle als Diversifizierungsinstrument in einem alternativen Portfolio bei. Sandro Näf weist jedoch darauf hin, dass bei der Vergabe von Krediten im Hinblick auf das gestiegene Zinsniveau darauf geachtet werden müsse, dass die Unternehmen in der Lage sind, die höhere Zinslast mit zukünftigen Cashflows bedienen zu können. Insgesamt sieht Näf aufgrund des gestiegenen Zinssatzes "einen Shift weg von Equity hin zu Fixed Income", der sowohl die liquiden als auch die privaten Märkte betreffe.

### **3.1.3. Defensive Sektoren und Kreditnehmer mit resilienten Geschäftsmodellen**

Welche Chancen die Experten in unseren Gesprächen Investitionen in Private Debt einräumen, hängt außerdem maßgeblich von Sektoren und Art der Geschäftsmodelle der Kreditnehmer ab. Das Marktumfeld seit der Corona-Pandemie nimmt hierbei Einfluss auf die Attraktivität unterschiedlicher Industrien bei der Vergabe

von Private-Debt-Krediten. Befragten Asset Managern zufolge waren Private-Debt-Fonds in früheren Jahren eher generalistisch ausgerichtet. Seit der Covid-Zeit und den folgenden geopolitischen und makroökonomischen Verwerfungen nahmen jedoch einige Industrien wie IT, Healthcare, Pharma, Business, Financial Services und vor allem Infrastruktur an Attraktivität zu. Entscheidende Faktoren, die hierfür genannt wurden, sind stabile, wiederkehrende Umsätze sowie Umsätze mit einer geringen Sensitivität gegenüber Energiepreisen.

Faktoren wie steigende Zinsen und die hohe Inflation sorgen demnach dafür, dass insbesondere analysiert werden muss, inwieweit das zugrundeliegende Geschäftsmodell eines Kreditnehmers von höheren Zinsen betroffen ist und/oder in der Lage ist höhere Preise weiterzugeben. Hieraus ergeben sich aus der Investorenperspektive insbesondere gute Chancen in defensiven Sektoren.

Sandro Näf betont in dem Zusammenhang, dass die Resilienz von Geschäftsmodellen und Portfolien derzeit für Investoren und Asset Manager bei ihrer Asset-Allokation im Vordergrund stehen. Er fügt allerdings hinzu, dass die Sicherung der Widerstandskraft gegenüber wirtschaftlichen Zyklen und ökonomischen Schocks keinen kategorischen Ausschluss von bestimmten Industrien zur Folge haben muss. Vielmehr gebe es insbesondere im Lower Mid-Market attraktive Investmentopportunitäten über eine Vielzahl von Branchen hinweg. Um diese jedoch erschließen zu können, bedarf es einer umfassenden Kreditanalyse und eines rigorosen Bottom-up Investmentprozesses.

## **3.2. Herausforderungen**

Wie in den vorherigen Kapiteln beschrieben, geht aus den BAI Investor Survey-Daten als auch aus unseren Experteninterviews hervor, dass das Umfeld für Private Debt momentan als sehr positiv angesehen wird. Die andauernden makroökonomischen Veränderungen bedingen jedoch auch eine Reihe von Herausforderungen für Private Debt Asset Manager.

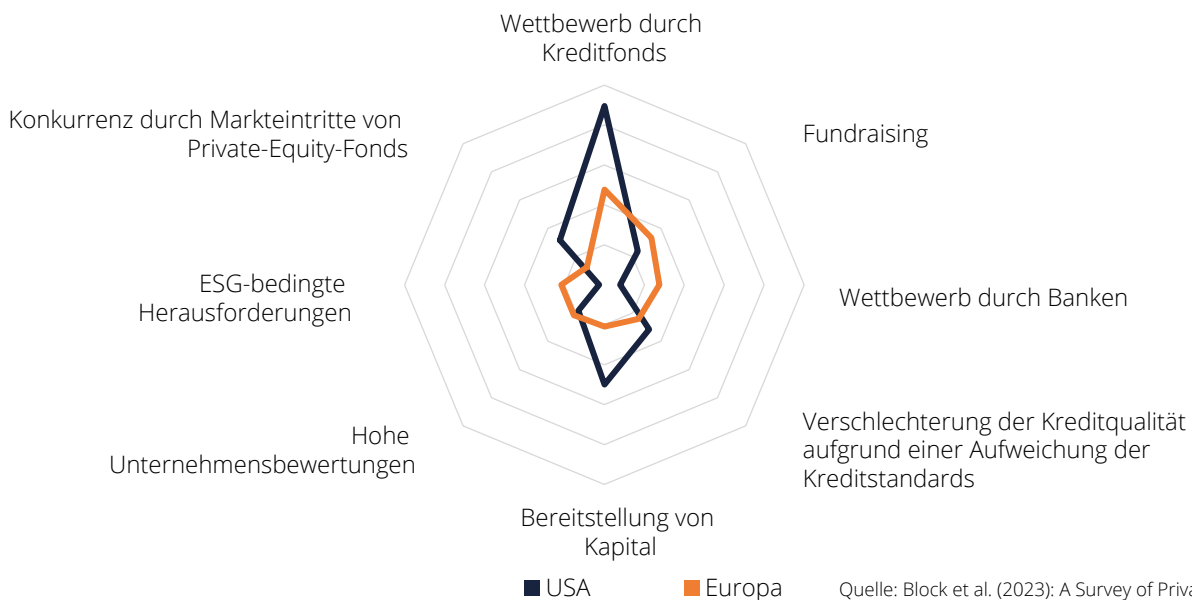
So wie für alle Private-Markets-Anlageklassen ist eine der entscheidenden Hürden im Augenblick das Fundraising-Umfeld. Die Bewertungsstabilität der Private-Markets-Anlagen im Vergleich

zu liquiden Anlagen führte 2022 häufig zur Auslastung der Anlagequoten, dem sogenannten „Denominator-Effekt“. Ein weiteres Hemmnis für Investoren ist scheinbar die neue bzw. alte Alternative des Public Fixed Income-Bereichs. Zu nennen ist auch, dass aktuell insgesamt deutlich weniger Transaktionen im Markt sichtbar sind und daher etliche Manager nur wenig Kapital von den LPs abrufen, was flexible Investitionskonzepte attraktiver machen könnte.

Dr. Markus Geiger, Head of Private Debt, ODDO BHF Asset Management, gibt einen Überblick zu Herausforderungen in der Praxis aus seiner Perspektive. Er sieht aufgrund des aktuellen makroökonomischen und zinspolitischen Umfeldes Herausforderungen für institutionelle Investoren im Bereich Private Debt. So sind die illiquiden Quoten im Verhältnis zum liquiden Geschäft gestiegen (sogenannter „Denominator-Effekt“). Zudem kommen Rückflüsse aus Private Equity momentan möglicherweise nicht wie geplant, da Exits verschoben werden oder die Rückflüsse geringer ausfallen als erwartet. Demnach seien Investoren aktuell in

ihrer Handlungsfähigkeit eingeschränkt und würden in ihrer Allokation selektiver agieren sowie kleinere Ticketgrößen bevorzugen. Auch komme es zu einer intensivierten Due Diligence bei den Fondsmanagern durch die Limited Partners (LPs). Ferner zeigen LPs in jeder Phase der Unsicherheit, einschließlich der aktuellen Situation, ein verstärktes Bedürfnis nach Transparenz und Berichterstattung, insbesondere im Hinblick auf die Fondsperformance, aber auch bei ESG-Faktoren, was mit erhöhten Reporting-Anforderungen einhergehe. Bezüglich einer möglicherweise stark gestiegenen illiquiden Quote gegenüber den liquiden Investments würden die meisten Investoren derzeit eher abwarten und auf eine Nivellierung im Zeitablauf vertrauen als das Alternative-Exposure aktiv zu senken. Letzteres würden derzeit nur wenige große und sehr erfahrene Investoren durch den Verkauf von v.a. Private-Equity- und Venture-Capital-Positionen auf dem Sekundärmarkt angehen. Gerade bei reifen PE- und VC-Fonds lässt sich auch bei Veräußerung gegen Abschlag häufig noch eine Teilgewinnrealisierung verbuchen.

### Größte Herausforderungen aus Sicht der Private-Debt-Branche



### 3.2.1. Private Debt und der Denominator-Effekt

Der Denominator-Effekt erwies sich als eine der zentralen Herausforderungen im aktuellen Marktumfeld. Er entsteht, wenn die Marktwerte liquider Anlagen in kurzer Zeit außergewöhnliche Rückschläge verzeichnen, sodass sich der relative Wert illiquider Anlagen in einem Portfo-

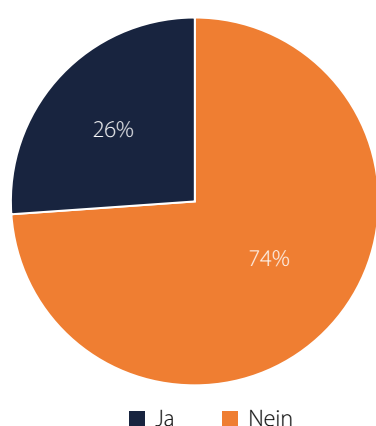
lio passiv erhöht. Dies ist auch auf die Frequenz der Wertstellung bei beiden Anlagegruppen zurückzuführen: Während bei liquiden Anlagen die „Mark-to-Market“-Bewertung in Echtzeit erfolgt, findet die Wertstellung bei illiquiden Anlagen deutlich seltener statt. Generell wird die zeitverzögerte Wertstellung bei illiquiden Anlagen auch als ihr Vorteil gegenüber den liquiden Assets betrachtet, da sie die Gesamtvolatilität



reduziert, eine stabilisierende Wirkung mit sich bringt und damit die Attraktivität der Anlageklasse steigert. Im Jahr 2022, als die liquiden Märkte massive Kurseinbrüche verzeichneten, trug diese Charakteristik der illiquiden Assets jedoch zur Entstehung des Denominator-Effektes in institutionellen Portfolios bei. Folglich waren jene institutionellen Investoren, die Investitionsquoten im Bereich der Alternative Investments oder Vorschriften über den Kapitalbedarf unterliegen, regulatorisch gehemmt, weiter in illiquide Anlageklassen zu investieren, was eine Erklärung für rückläufige Kapitalzusagen sein kann.

Der Denominator-Effekt wird jedoch überwiegend als vorübergehender Effekt angesehen. Investoren sehen in ihm einen Faktor, der die langfristigen Private-Markets-Aufbaupläne lediglich kurzfristig unterbrechen kann. Denn die zugrundeliegenden Treiber für eine stärkere Alternative-Allokationen, wie etwa eine verbesserte Diversifikation, bleiben bestehen, sodass nicht von einer langfristigen Wirkung ausgegangen werden kann. Die Ergebnisse des aktuellen BAI Investor Surveys unterstreichen das. Nur noch 26% der befragten Investoren nehmen den Denominator-Effekt als Herausforderung war.

**Stellen Denominator-Effekte im Portfolio nach wie vor eine Herausforderung in der Kapitalanlage dar?**



Auch aus unseren Experteninterviews geht hervor, dass die Mehrheit der befragten Asset Manager nur von befristeten Effekten ausgeht. Sabine Fischer betrachtet den Denominator-Effekt ebenfalls als temporäre Herausforderung für institutionelle Investoren und beobachtet eine allmähliche Normalisierung der Quoten in den institutionellen Portfolios.

Dr. Markus Geiger merkte an, dass die Investorenperspektive bei illiquiden Vermögenswerten strategisch darauf ausgerichtet sei, eine optimale Diversifikation bei geringer Volatilität zu erzielen. Infolgedessen betrachtet Geiger den Denominator-Effekt als kurzfristig und nicht als ein Hindernis, das die langfristigen Allokationspläne der Investoren in Alternative Investments beeinträchtigt.

### 3.2.2. Konkurrenz steigender Anleiherenditen

In unserem Paper "Interest rate turnaround and inflation - Alternative Investments remain robust - despite competition from rising bond yields"<sup>7</sup> diskutieren wir anhand von Survey-Daten und Experteninterviews ausführlich, ob steigende Anleiherenditen dazu führen, dass aus der Perspektive institutioneller Investoren liquide Bonds wieder eine attraktive Alternative für verschiedene alternative Assetklassen darstellen. Wir argumentieren, dass durch den steigenden Zins liquide Bonds wieder grundsätzlich eine Benchmark für alternative Anlageklassen darstellen, an deren Performance sie sich messen lassen müssen. (Investment Grade-) Anleihen wurden jedoch nur als ein potenzieller Ersatz für jene alternativen Anlageklassen und Strategien ausgemacht, die ein vergleichsweise geringes Risiko- und Ertragsprofil aufweisen. Neben dem Faktor, dass Investoren, selbst im Falle gleichwertiger Renditen von liquiden Anleihen und illiquiden Assets, aus Diversifikationsgründen weiter in hohem Maße auf Alternative Investments zurückgreifen, spielen in diesem Zusammenhang Renditeziele – real oder nominal – eine zentrale Rolle. Wir argumentieren, dass nur im Falle von nominalen Renditezielen einige institutionelle Investoren in der Lage sein könnten, ihre Mindestrenditeverpflichtungen auf dem liquiden Anleihemarkt mit Wertpapieren mit Investment-Grade-Rating zu erfüllen. Für das Ziel die Inflation zu schlagen und einen realen Kapitalerhalt zu gewährleisten, stellen Alternative Investments mit ihren alternativen Risikoprämien hingegen einen zentralen Baustein dar. Private Debt weist hierbei dank der vorherrschenden Floater-Verzinsung günstige Bedingungen auf und Investoren können direkt von steigenden Zinsen profitieren.

<sup>7</sup> BAI Paper "Interest rate turnaround and inflation - Alternative Investments remain robust - despite competition from rising bond yields".

<sup>8</sup> BAI Paper "Insurance Companies".

Wie bereits in unserem Paper zu Alternative Investments bei Versicherungsunternehmen<sup>8</sup> thematisiert, gibt es aufgrund der inversen Zinskurve aktuell einen weiteren Faktor, der aus Investorenperspektive ein Hemmnis für Investitionen in liquide Bonds anstatt Alternatives darstellt. So müssen Investoren bei längeren Durationen nicht nur deutlich erhöhte Zinsänderungsrisiken in Kauf nehmen, sondern auch noch dafür bezahlen.

Um zu verstehen, wie die Thematik momentan in der Praxis gesehen wird und was sich seit Ende letzten Jahres verändert hat, sprachen wir auch hierzu mit Private Debt Asset Managern.

Alexander Ott beobachtet aufgrund der gestiegenen Zinsattraktivität konventioneller Anleihen keine signifikanten Abflüsse oder „fire sales“ im Private-Debt-Bereich. Das begründe sich sowohl in der Diversifikation, die die Anlageklasse für das Portfolio mit sich bringe, als auch in der Expertise und der Teams, die die institutionellen Investoren in den letzten Jahren aufgebaut haben.

Wir argumentieren daher, dass sich die relative Attraktivität der gestiegenen nominalen Coupons von börsennotierten Anleihen eher negativ auf das Fundraising bei Investoren auswirken könnte, die vom Denominator-Effekt betroffen oder in der Anlageklasse noch nicht positioniert sind.

Christian Schaefer, Managing Director, Private Credit Group, Goldman Sachs Asset Management, bemerkt, dass steigende Zinsen bisher die Nachfrage nach Private Debt nicht struktu-

rell beeinträchtigt haben, auch wenn Kapitalstrukturen bei neuen Deals entsprechend der höheren Zinslast angepasst werden. Seiner Argumentation nach führt die aktuell weiterhin erhöhte Unsicherheit an den Kapitalmärkten dazu, dass Kreditnehmer sich auch gerade bei großen Transaktionen für eine Private-Debt-Lösung entscheiden und nicht für einen syndizierten Term Loan B oder High Yield Bond. Investoren in Private-Debt-Fonds profitieren von höheren Renditen im aktuellen Marktumfeld.

Die Mehrheit der befragten Manager verweist außerdem auf ein stark rückläufiges Transaktionsniveau bei syndizierten Krediten im letzten Jahr, wodurch sich neue Opportunitäten ergeben haben.

Auch betonen die Experten den Anpassungsbedarf der nominalen Renditeziele an das neue Inflationsniveau bei den Investoren.

Laut Dr. Klaus Petersen, Founding Partner, Apera Asset Management, würde eine Vielzahl von Investoren weiterhin an den nominalen Renditezielen festhalten, sodass in den Investorenkreisen noch kein „Awakening“ stattfand. Dementsprechend sind Investoren, die sich nun aufgrund der gestiegenen Nominalrenditen wieder verstärkt in börsennotierte Anleihen positionieren, nicht nur den Volatilitätsrisiken, sondern auch dem Liquiditätsrisiko sowie dem Risiko der realen Kapitalabwertung ausgesetzt. Daher sind eine Anpassung des nominalen Zinssatzes sowie die Flexibilität bei der Zinsbasis unabdingbar, um den Herausforderungen im aktuellen Marktumfeld gerecht zu werden.

*Durch Private Debt können institutionelle Investoren einen wertvollen Diversifikationseffekt nutzen, weil sie Zugang zu Kreditnehmern erhalten, der ihnen bei börsennotierten Anleihen verwehrt bleibt.*

*Bei der Manager-Auswahl stehen heute Restrukturierungserfahrung und -kompetenzen noch mehr im Fokus als in der Vergangenheit. Entscheidend dabei ist, dass ein Manager in komplexen Situationen bereits nachweislich erfolgreich war.*

**Florian Hofer, Director Private Debt, Golding Capital Partners**



### 3.2.3. Ausfallrisiken

Wie bereits im Abschnitt 3.1.1 ausgeführt, wirkt sich das aktuelle Marktumfeld auf die Wahrscheinlichkeit von Zahlungsausfällen auf Seiten von Kreditnehmern aus. Dies wurde bereits als ein möglicher Grund diskutiert, weshalb sich Banken aus Unternehmensfinanzierungen zurückziehen. Im Folgenden gehen wir darauf ein, wie Asset Manager die Problematik möglicher Kreditausfälle in der Praxis sehen.

Dr. Klaus Petersen hebt hervor, dass Unternehmen ohne hinreichende finanzielle Rücklagen eine Sensitivität gegenüber Kosten- und Zinsanstiegen aufweisen und dadurch einem höheren Ausfallrisiko ausgesetzt sein können. In diesem Zusammenhang verweist er auf die Bedeutung der Kapitalstruktur des Unternehmens und betont, dass Unternehmen mit geringem Verschuldungsgrad, geringem Loan-to-Value-Verhältnis (LTV-Verhältnis) und stabilen sowie hinreichenden Cash-Flows über mehr finanziellen Spielraum verfügen – während die Größe des Unternehmens hierbei nicht unbedingt entscheidend ist. In einem Krisenszenario wären diese dementsprechend besser im Hinblick auf die Bewältigung finanzieller Herausforderungen bei volatilen Marktbedingungen und den Erhalt weiterer Unterstützung seitens der Private-Equity-Sponsoren aufgestellt. Vor diesem Hintergrund könnten Unternehmen mit fragiler Kapitalstruktur, hohem Leverage und instabiler Cash-Flow-Situation künftig einem „Shake-Out“ ausgesetzt sein.

Christian Fritsch fügt hinzu, dass neben makroökonomischen oder konjunkturellen Gründen auch strategische Gründe oder Managementfehler sowie mikroökonomische Themen auf Unternehmensebene einen erheblichen Einfluss auf die Ausfallrisiken ausüben und nicht außer Acht gelassen werden dürfen. Denn es gibt genügend Unternehmen, die sich selbst in einer komplexen makroökonomischen Lage als sehr profitabel erweisen und neue Marktopportunitäten wahrnehmen wollen, die neue Investitionen, bzw. neues Kapital erfordern, das von den Banken aufgrund der Regulatorik und einhergehenden Risikoaversion in solchen Phasen kaum bereitgestellt wird. Vor diesem Hintergrund seien die Durchsetzung der Covenants, hinreichende Sicherheiten sowie das engmaschige Monitoring von zentraler Bedeutung,

um dem Anstieg von Ausfallrisiken frühzeitig entgegenzuwirken und zur Risikominderung beizutragen.

Sandro Näf unterstreicht in dem Kontext auch die Relevanz der Managementexpertise für mittelständische Unternehmen. Während bei größeren Unternehmen vor allem wirtschaftliche Zyklen und technologische bzw. systematische Veränderungen die Ausfallrisiken beeinflussen, steht bei (kleineren) mittelständischen Unternehmen die Kompetenz der Unternehmensführung im Vordergrund. Daher seien vor allem im Lower-Mid-Market, neben anderen Faktoren, die Berücksichtigung bzw. Beurteilung der Managementqualität und der Eigentümerstruktur im Rahmen des Kreditvergabeprozesses unabdingbar. In diesem Zusammenhang hebt Näf vor allem die Attraktivität von gesponserten Transaktionen und die Bedeutung eines breiten Netzwerks an lokalen und erfahrenen Sponsoren hervor, was zusätzliche Transparenz schaffe und positiv zur Risikoreduktion beitragen kann.

Alexander Ott betont die Notwendigkeit einer gründlichen Kreditanalyse, da das Wiedererlangen von ausgefallenen Krediten im Private-Debt-Bereich mit einem höheren Zeit- und Ressourcenaufwand verbunden ist. Auch schien es eine Verlangsamung der Transaktionsvolumina auf dem M&A-Markt im letzten Jahr gegeben zu haben, was auf eine zugenommene Zurückhaltung von Investoren und Asset Managern und eine veränderte Dynamik im Fundraising hindeutet.

Dr. Klaus Petersen ist zudem der Auffassung, dass die Covenants relativ niedrig festgelegt werden sollten, um den Unternehmen in solchen Phasen einen gewissen (Handlungs-) Spielraum, die sogenannten „Head Rooms“, zu ermöglichen. Selbst bei einem Rückgang des Unternehmenswertes bleibe dann genügend Raum zwischen dem aktuellen Enterprise Value und dem festgelegten Covenants-Schwellenwert, sodass die Kreditgeber bei einem Bruch der Covenants in einen konstruktiven Dialog mit den Eigenkapitalgebern gehen können, da der Leverage dann den Unternehmenswert noch nicht übersteigt.

*Der Leverage Covenant bietet in Phasen des wirtschaftlichen Abschwungs einen effektiven Schutz, wenn er adäquat gesetzt wurde. Falls Unternehmensbewertungen sinken, bricht so der Covenant innerhalb des Unternehmenswertes; der Equity Sponsor hat dann weiterhin ein starkes Interesse, das Unternehmen mit weiterem Eigenkapital zu unterstützen.*

**Dr. Klaus Petersen, Founding Partner, Apera Asset Management**



### 3.2.4. Bedarf an qualifiziertem Personal

Der Bedarf an qualifiziertem Personal ist eine zentrale Herausforderung in der Alternative-Investment-Branche insgesamt. Im aktuellen Umfeld mit selektiv agierenden Investoren rückt, wie die Gespräche mit Asset Managern zeigen, der Faktor Mensch auch im Bereich Private Debt zunehmend in den Vordergrund.

Im Zusammenhang mit der zunehmenden Selektivität gewinnen die Faktoren Teamgröße und Teamstabilität bei der Wahl des Private Debt Managers bei institutionellen Investoren immer mehr an Bedeutung, so Sabine Fischer. Ein gut diversifiziertes Private-Debt-Portfolio erfordert hinreichende Teamkapazitäten, um das Portfolio insbesondere in Krisenphasen effektiv verwalten zu können. Denn insbesondere in solchen Phasen kann ein Private Debt Team mit mehreren Restrukturierungsfällen konfrontiert sein, die gleichzeitig betreut werden müssen. Das geht mit einem intensiven Arbeitsaufwand einher und kann am besten von hinreichend großen und stabilen Manager Teams gemeistert werden. In solchen Fällen sollte auch die Historie in Betracht gezogen werden, ob beim Fonds in der Vergangenheit die Ausfälle eingetreten sind und wie das Team diese gemanagt hat. Die regionale Präsenz, sehr gute Sourcing-Plattformen sowie stabile Dealflows dürfen in dem Zusammenhang ebenfalls nicht außer Acht gelassen werden und sind insbesondere im Lower-Mid-Market von zentraler Bedeutung, in dem die Wettbewerbsintensität zwischen den Fonds im letzten Jahrzehnt erheblich zugenommen hat.

**Personalmangel ein Risiko was neben dem Management von Ausfallrisiken berücksichtigt werden muss**

Sven Gralla, Fondsmanager Private Debt, Kapital 1852, hebt ebenfalls die Relevanz der hinreichenden Personalkapazitäten bei Asset Managern hervor. Vor allem in Phasen zunehmender Herausforderungen für Portfoliounternehmen müssen Teams eine angemessene Personalkapazität mit entsprechender Erfahrung vorhalten. Da in der Direct-Lending-Branche allerdings ein Mangel an Investment Professionals zu beobachten sei, stellt dies ein weiteres, mit dem Management von Ausfallrisiken verbundenes Risiko abseits der makroökonomischen Situation dar. Dieses Risiko falle Sven Gralla zufolge unter die Risiken der Teamstabilität und muss von Investoren berücksichtigt werden. Hierbei kommt es auf entsprechende Anreizmechanismen an, wodurch unabhängige Organisationen einen Vorteil haben können – sofern eine adäquate Personalkapazität vorliege.

Neben den Faktoren regionale Präsenz und Teamstabilität hebt Florian Hofer die Bespielung wesentlicher Sourcing-Kanäle hervor, wobei sich ein großes Portfolio des Managers als besonders vorteilhaft erweisen kann. Denn ein starkes Netzwerk ermöglicht vor allem im Direct-Lending-Bereich dem Asset Manager, bevorzugt berücksichtigt zu werden, wenn das Unternehmen einen Refinanzierungsbedarf hat und nach Finanzierungsquellen sucht. Zudem betont Florian Hofer die Wichtigkeit der Restrukturierungserfahrung und -Kompetenzen von Private Debt Managern und insbesondere, ob Manager diese in der Vergangenheit unter Beweis stellen konnten. Vor diesem Hintergrund könnte die Performance-Dispersion in den kommenden Jahren stärker ausfallen als in der Vergangenheit. Auf Unternehmensebene sollte der Fokus dabei verstärkt auf die Cashflow-Metriken gesetzt werden.

## 4. Chancen und Risiken bei unterschiedlichen Subassetklassen

**Vor jeder Investmentstrategie muss zunächst das Verständnis über die Dynamik im Gesamtmarkt stehen – hierzu empfiehlt sich zunächst mit vielen Managern zu sprechen. Datenbanken sind lückenhaft und teils irreführend und sollten nur als erste Indikation des Sourcing dienen. Eine solide Investmentstrategie sollte möglichst viele Determinanten respektive Dimensionen inkludieren – PE-Sponsored und Non-Sponsored, von Lower- bis Upper-Mid-Market, verschiedene Regionen, verschiedene Substrategien abseits von Direct Lending wie z. B. Venture Debt, Recurring Revenue Lending, NAV-Lending, Special Situations oder Distressed Debt.**

Aus der Fund-of-Funds-Perspektive berichtet Sven Gralla: Nach der Fixierung der Investmentstrategie ist eine tiefe Due Diligence die Kernaufgabe der Investoren. Hierbei sollte der GP in den verschiedensten Kategorien analysiert werden (Organisation, Team, Investmentprozess, Risiko-Return-Validierung, Fondsparameter & Kosten, Track Record, ESG, Reporting, Referenzgespräche, Fundraising-Status etc.). Auf Fondsebene bedarf es im aktuellen Marktumfeld eine besonders detaillierte Prüfung in den Track-Record des Fondsmanagements, darunter die historischen Ausfallraten, die historischen Verlustraten und einzelne Restrukturierungsfälle, die vor allem auf einer Deal-by-Deal-Basis untersucht werden sollten. In Bezug auf die Minimierung von Ausfallrisiken betont Sven Gralla

die Relevanz eines granularen und stringenten Investmentprozesses und die entsprechende Kapazität des Managers für ein enges Monitoring mit einem partnerschaftlichen Ansatz im Kern. Als „Frühwarnsystem“ sind die entsprechenden Covenants zentral. Hierbei spielen insbesondere die Positionierung von Covenants in Kombination mit der Kapitalstruktur eine zentrale Rolle. Für das Monitoring aus LP-Sicht sind persönliche Gespräche mit den Fondsmanagern vor Ort sowie die quantitative Überwachung der Risikokennziffern auf Unternehmensebene maßgeblich, um möglichst einen transparenten Blick auf das Portfolio zu haben. Hierbei stehen Kennziffern wie Leverage, Interest-Coverage und Revenue/EBITDA-Entwicklung im Mittelpunkt des Monitorings.

*Gute Investmentstrategien müssen immer auf einer soliden Datenbasis stehen. Hierzu muss man den Anspruch haben den Gesamtmarkt für sich quantifizierbar zu machen. Eine intensive Prüfung der Zielfonds erfordert aber auch weitere nicht quantifizierbare Eindrücke, die sich aus Referenzgesprächen, On-Side-Meetings, oder Background-Checks ergeben.*

**Sven Gralla, Fondsmanager Private Debt, Kapital 1852**

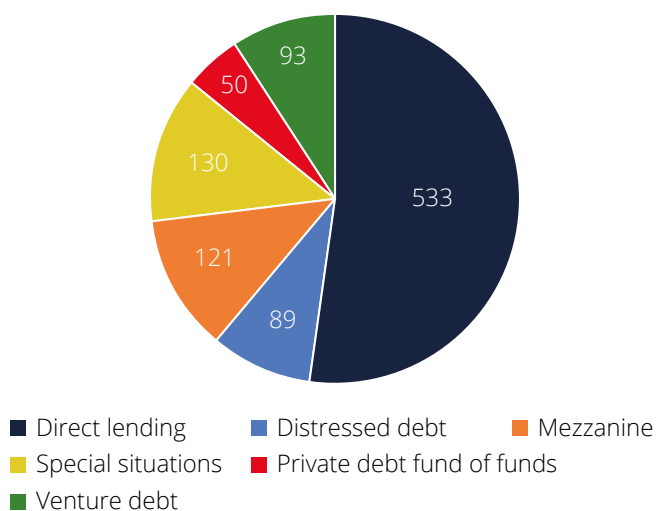


## 4.1. Senior Direct Lending

Direct Lending bezeichnet die direkte Vergabe von Krediten an finanziell robuste Unternehmen durch Kreditfonds. Diese Kredite ähneln in rechtlicher und risikotechnischer Hinsicht Bankkrediten, werden jedoch von Kreditfonds bereitgestellt. Sie stehen in direkter Konkurrenz zur Bankenfinanzierung. In Deutschland fokussieren sich Banken aufgrund höherer Risikovorschriften vermehrt auf erstklassige mittelständische Unternehmen. Kreditfonds konzentrieren sich hingegen vor allem auf das Sub-Investment-Grade-Segment, da sie hier höhere Zinsen für das entsprechende Risiko erzielen können. Der Sub-Investment-Grade-Bereich bietet aufgrund der breiten mittelständischen Wirtschaftsstruktur in Deutschland ein hohes Wachstumspotenzial. Kreditfonds können dieses Segment besser bedienen als Banken, da sie flexiblere Kreditprodukte anbieten und ihre Risikoversorge niedriger ist. Dank der guten Zahlungsmoral des deutschen Mittelstands können Kreditausfallquoten im Sub-Investment-Grade-Bereich überwiegend als vergleichbar mit dem Investment-Grade-Bereich angesehen werden. Direct Lending wird typischerweise für Finanzierungen von 10 bis knapp 350 Millionen EUR eingesetzt, während bei größeren Krediten in der Regel syndizierte Kredite über Bankenkonsortien vergeben werden.

Performing Loans zeichnen sich durch hohe Qualität der Kreditnehmer und deren Fähigkeit, die Schulden zurückzuzahlen, aus. Senior Direct Lending dient hierbei als Ausgestaltung der Finanzierung für bonitätsstarke Unternehmen. Kredite haben eine hohe Priorität bei der Rückzahlung und sind durch Vermögenswerte oder andere Sicherheiten des Unternehmens besichert. Im Falle einer Insolvenz oder Zahlungsunfähigkeit des Unternehmens haben Senior-Darlehen Vorrang vor anderen Schulden.<sup>9</sup>

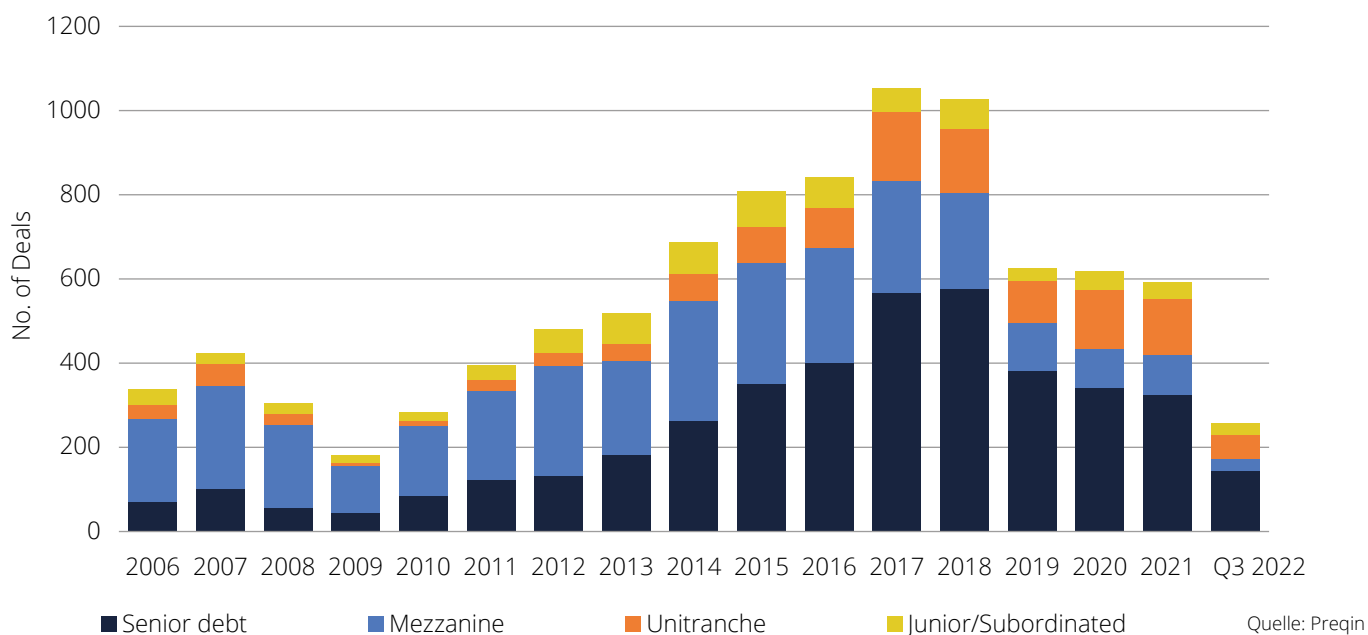
Deal-Verteilung nach Strategien



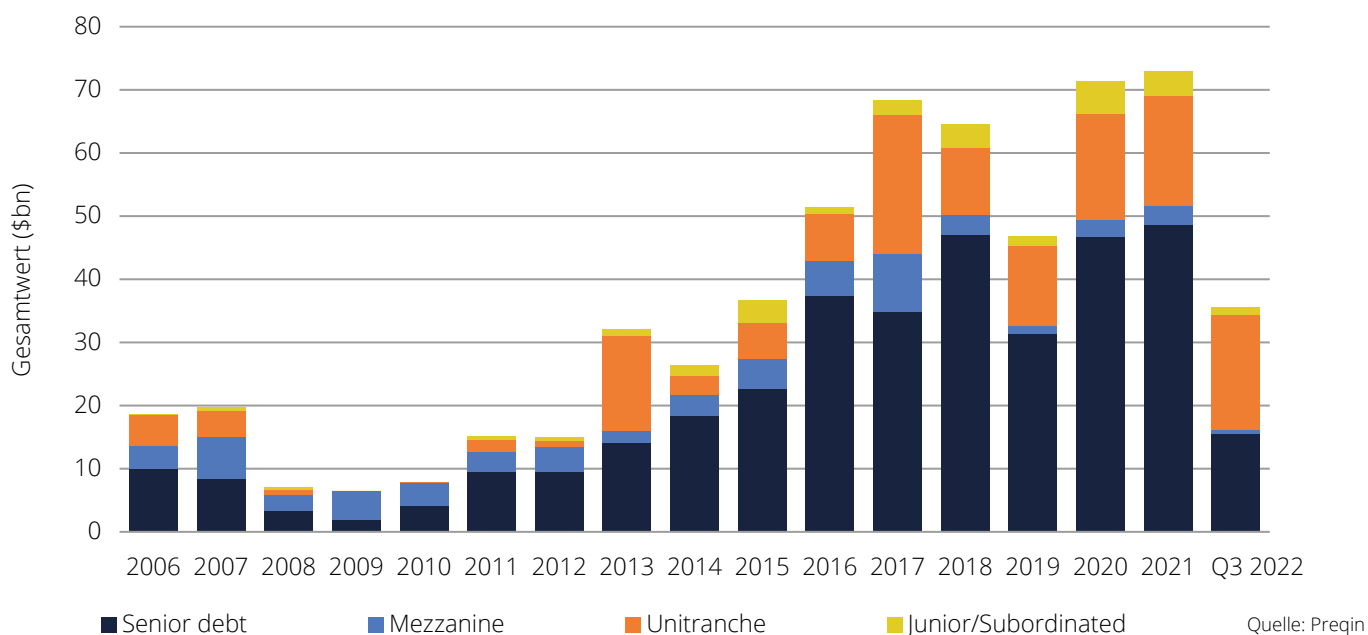
9. BAI Private Debt Informationsbroschüre.

Die Betrachtung globaler Benchmarks zu Private-Debt-Substrategien zeigt, dass Senior Direct Lending weiterhin eine dominante Rolle innerhalb der Assetklasse Corporate Private Debt einnimmt. Direct-Lending-Fonds haben einen dominierenden Marktanteil auf dem Private-Debt-Markt über die letzten zwölf Jahren hinweg eingenommen. Im Jahr 2022 machten Direct-Lending-Fonds ca. 50% aller Private-Debt-Fonds aus und erreichten damit einen neuen Höchststand. Aus der Analyse der Fonds-Neuaufgabe lässt es sich erschließen, dass der außergewöhnliche Zuwachs von Direct-Lending-Vehikeln maßgeblich zum Wachstum der gesamten Private-Debt-Landschaft nach der Finanzkrise beitrug.

**Global: Transaktionsaktivität nach Subassetklasse**



**Global: Jährlicher Gesamtwert der Transaktionen nach Subassetklasse**



Die aufgrund des anhaltenden Rückzugs der Banken nachlassende Wettbewerbsintensität in der Subassetklasse verbessert die Verhandlungsposition der Direct Lender, und ermöglicht ihnen im zunehmenden Maße die Aushandlung von Darlehensbedingungen (Covenants), mit denen ein höheres Sicherheitsniveau erreicht und damit die Ausfallrisiken reduziert werden können.

Auch der opportunistische Bereich von Private Debt ist wieder im Aufwind. Angesichts der erhöhten Volatilität und Unsicherheit auf dem Markt suchen Investoren gegenwärtig verstärkt nach flexiblen Strategien.

**Lars König, Head of Germany & Austria, Marketing & Client Relations, Oaktree Capital Management**



Sabine Fischer zufolge ist der Großteil des Private-Debt-Kapitals in Deutschland in den erst-rangig besicherten First-Lien-Bereich alloziert. Insbesondere im (Lower-)Mid-Market kennzeichnen sich die erst-rangig besicherten First-Lien-Darlehen durch strenge Covenants, verbesserte Dokumentation sowie hohe Interest Coverage Ratios aus. Sabine Fischer erwartet dabei einen Margenrückgang um 50-75 Bps in absehbarer Zeit und rechnet mit Margen (exkl. EURIBOR-Zinssatz) im Bereich zwischen 6,25%-7,25% im Lower-Mid-Market, 6,50%-6,75% im Mid-Market und 5,75%-6,50% im Upper-Mid-Market.

Zudem zeigen die Unternehmen im Lower-Mid-Market ein durchschnittliches LTV-Verhältnis von unter 50% und der Leverage Covenant sei typischerweise dort im Durchschnitt mit 35% Headroom gesetzt, so Dr. Klaus Petersen. In Kombination mit den angestiegenen Renditen, die sowohl durch den Zinsanstieg als auch den im (Lower-Mid-Market) beobachteten Nachfrageüberhang bedingt sind, bieten First-Lien-Darlehen in diesem Marktsegment dementsprechend ein attraktives Rendite-Risiko-Profil.

So sieht der überwiegende Teil der befragten Asset Manager aktuell Renditen von erst-rangig besicherten First-Lien-Darlehen im Lower-Mid-Market die zwischen 10-11,5% inkl. des EURIBOR-Basiszinssatzes liegen, während sie bis vor der Zinswende noch bei ca. 6,5% lagen. Bei etwas komplexeren Situationen kann demnach bis zu 15% Rendite erwartet werden.

Derartige Margen-Ausweitungen sind Dr. Markus Geiger zufolge im Senior- und Stretched Senior-Bereich als reiner Cash-Zins zu beobachten. Ein Margenanstieg im Unitranche-Segment geht hingegen teilweise mit einer kapitalisierten Komponente (PIK-Zins) einher, da die Cash-Belastung ansonsten das Verschuldungspotential so stark limitieren würde, dass beim Leverage keine nennenswerte Differenzierung mehr gegenüber klassischen Senior-Darlehen möglich ist.

Für Christian Schaefer ergeben sich im Umfeld aktuell weniger Gelegenheiten für (nachrangige) Second-Lien-Investitionen. Durch das gestiegene Zinsniveau ist in vielen Fällen die Zinslast zu hoch in einer klassischen First-Lien + Second-Lien-Struktur. Kreditnehmer entscheiden sich daher eher für eine reine Senior-Finanzierung bzw. eine Unitranche oder ersetzen das Second-Lien-Darlehen mit einem PIK („payment in kind“) Instrument, bei dem die Zinsen kapitalisiert und nicht in Cash an den Kreditgeber gezahlt werden.



*Senior-Strategien und komplexe, strukturierte Finanzierungslösungen bieten aktuell interessante Chancen.*

**Christian Schaefer, Managing Director, Private Credit Group,  
Goldman Sachs Asset Management**



## 4.2. Mezzanine

Private Debt mit einer Kombination aus Eigen- und Fremdkapital wird als Mezzanine-Finanzierung bezeichnet. Mezzanine-Finanzierungen setzen sich typischerweise aus festverzinslichen nachrangigen Darlehen und einer Erfolgsbeteiligung in Form von Aktien oder Bezugsrechten zusammen. Sie werden in der Regel eingesetzt, wenn bereits eine hohe Verschuldung besteht. Als Anreiz für Kreditgeber dient nicht nur eine hohe Verzinsung, sondern auch die Möglichkeit einer Gewinnbeteiligung oder des Erwerbs von Unternehmensanteilen, ohne Einfluss auf die Geschäftsführung zu nehmen. Durch diese Erfolgsbeteiligung kann das Mezzanine-Kapital in der Bilanz des Unternehmens als Eigenkapital ausgewiesen werden, sofern keine Befristung besteht. Dennoch erkennen viele Banken und andere Gläubiger das Mezzanine-Kapital bei einer erneuten Bonitätsanalyse nicht unbedingt als Eigenkapital an.

Mezzanine-Finanzierungen sind nachrangig, was bedeutet, dass bei Unternehmensverlusten das Mezzanine-Kapital zuerst aufgebraucht wird, wodurch die Zinsbelastung für das verbleibende Mezzanine-Kapital mit einer rückläufigen Basis geringer wird. Das Mezzanine-Kapital „atmet“ also mit der Entwicklung des Unternehmens. Bei wieder erwirtschaftetem Gewinn wird zuerst das Mezzanine-Kapital aufgefüllt, bevor Gewinnausschüttungen erfolgen.

Die Struktur von Mezzanine-Finanzierungen kann individuell variieren und liegt in der Gestaltung bei den Vertragsparteien. Ähnliche Formen solcher Finanzierungen sind stille Beteiligungen, Genussscheine und spezielle Wandelanleihen.

Die Transaktionsaktivität im Bereich Mezzanine war in den vergangenen Monaten etwas stärker von der Marktvolatilität betroffen: Die Anzahl der Mezzanine-Fonds ging im Vorjahresvergleich zurück. Die Subassetklasse verzeichnet dabei bereits seit der globalen Finanzkrise eine kontinuierlich sinkende Marktpräsenz: Im Jahr 2022 machten Mezzanine-Fonds nur noch 14,9% aller Private-Debt-Fonds aus. Allerdings zeigte sich bei Mezzanine-Fonds ein signifikantes Fundraising-Wachstum in den vergangenen Monaten. Dieser Aufschwung wurde maßgeblich durch die Lancierung von neuen Mezzanine-Megafonds angetrieben, die für 54% des gesamten Mezzanine-Fundraisingvolumens im Jahr 2022 standen.<sup>10</sup>

Sabine Fischer sieht im aktuellen Umfeld keine Nachfrageverschiebungen zugunsten der Subassetklasse Mezzanine, sowohl investorenseitig als auch unternehmensseitig, insbesondere im Lower-Mid- bzw. Mid-Market. Dagegen werden in diesen Marktsegmenten eher Unitranche-Finanzierungen beobachtet. Dies hänge vor allem mit den anderen, im Wettbewerb stehenden Private-Debt-Finanzierungsstrategien zusammen, die den Anlegern zurzeit hohe Renditen bei erstrangiger Besicherung bieten. Die deutschen Asset Manager bzw. Investoren können im aktuellen Umfeld ihre Renditeverpflichtungen bei geringerem Risiko durch die Realisierung alternativer Senior- oder Unitranche-Strategien erfüllen, sodass die Mezzanine-Finanzierungen nicht mehr derart verbreitet sind und diese eher von wenigen Nischenanbietern angeboten werden. Aus diesem Grunde lasse die Wettbewerbsintensität in diesem Markt in den letzten Jahren nach, was in einer Einengung bei der Managerwahl resultiert. Eine Aktivität in der Subassetklasse wird der Beraterin zufolge eher im Upper-Mid-Market beobachtet.

<sup>10</sup> Vgl. McKinsey: *Global Private Markets Review 2023*.

Lars König, Head of Germany & Austria, Marketing & Client Relations, Oaktree Capital Management, sieht hingegen ein Revival im Bereich Mezzanine. Er sieht hierfür zwei zentrale Treiber. Erstens, dass insbesondere Unternehmen, die Expansionen anstreben oder einen Bedarf an Folgefinanzierungen haben, zunehmend dazu tendieren, Mezzanine- statt Senior-Debt heranzuziehen, um Neubewertungen vom Senior-Debt durch das Triggern von Most-Favoured-Nation-Klauseln zu vermeiden und dafür auch einen höheren Zins in Kauf nehmen, so König.

Zweitens werden Mezzanine-Finanzierungen oft mit festverzinslichen Coupons strukturiert, die den kreditnehmenden Unternehmen, insbesondere im aktuellen Marktumfeld, eine erhöhte Sicherheit gegen weitere Zinssteigerun-

gen bieten können. Dies fördert einen Anstieg der Nachfrage nach Private Credit seitens der kreditsuchenden Unternehmen. Ferner kann eine separat vereinbarte Mezzanine-Tranche bei positiver Geschäftsentwicklung frühzeitig zurückgeführt werden und trägt damit zur finanziellen Flexibilität des Unternehmens bei.

Dr. Markus Geiger sieht in diesem Zusammenhang vor allem eine Chance für flexible Strukturierungen und eigenkapitalähnliche Finanzierungslösungen, wie bspw. Genussrechte, die als Eigenkapitalinstrument mit begrenzten Stimmrechten fungieren können. Mit diesen können die Finanzierungskosten bzw. die Leverage-Levels reduziert werden, um somit wieder eine optimale Kapitalstruktur zu erreichen und gleichzeitig eine Kapitalverwässerung auf Gesellschafterebene zu vermeiden.

*Refinanzierungen bei aggressiven Unitranche-Strukturen werden in Einzelfällen nur durch eine Kombination aus Senior Loans mit moderatem Verschuldungsgrad und Eigenkapital darstellbar sein.*

**Dr. Markus Geiger, Head of Private Debt,  
ODDO BHF Asset Management**



### 4.3. Opportunistische Kreditstrategien und Special Situations

Ein weiterer Trend, der sich aus den Gesprächen herauslesen lässt, sind opportunistische bzw. Special-Situations-Strategien, die durch das aktuelle Marktumfeld an Aufwind gewinnen.

Unter opportunistische Kreditstrategien fallen alle Vorgehensweisen, die darauf abzielen, Marktineffizienzen und spezifische Gelegenheiten zu nutzen, um Renditen zu maximieren. Special-Situations-Corporate-Private-Debt-Strategien können als Form einer opportunistischen Kreditstrategie betrachtet werden. Der Begriff bezieht sich auf die Kreditvergabe in ungewöhnlichen Liquiditätsbelastungen oder Sondersituationen, in die ein Unternehmen geraten kann. Diese Situationen können einen kurzfristig erhöhten Einsatz von Fremdkapital erfordern, sind jedoch oft nicht mit einer klassischen Überschuldung gleichzusetzen. Beispiele hierfür sind Ausgründungen, Aufspaltungen

von Unternehmen oder temporäre Belastungen im Zuge von Nachfolgeregelungen.

Opportunistische Strategien gewinnen immer dann an Relevanz, wenn sich Makroparameter verändern, es zu Volatilität und der Bildung neuer Marktgleichgewichte kommt. Der Argumentation der Asset Manager nach liegen diesem Trend die aktuell dynamischen Veränderungen auf dem Kapitalmarkt zugrunde. Zugleich spitzt sich der Finanzierungsbedarf bei Unternehmen zu, die aufgrund der wachsenden Risikoaversion der Banken mit Herausforderungen in Bezug auf die (Re-)Finanzierung konfrontiert sind oder in Branchen operieren, die von den Senior Direct Lendern momentan als unattraktiv erachtet werden.

Die Subassetklasse „Special Situations“ wies das zweitstärkste Fundraising-Wachstum in den

vergangenen Monaten auf. Der Anteil dieser Fonds an der Gesamtheit aller Private-Debt-Fonds blieb im Zeitablauf konstant und lag sowohl vor als auch nach der GFC durchschnittlich zwischen 13% und 15%.<sup>11</sup>

Der stärkste Fonds- sowie Fundsraising-Rückgang hingegen wurde in den Subsegmenten „Distressed Debt“ und „Venture Debt“ beobachtet.<sup>12</sup> Der Anteil von beiden Subassetklassen an der Gesamtzahl aller Private-Debt-Fonds betrug im Jahr 2022 nur noch 4% bzw. 5%.

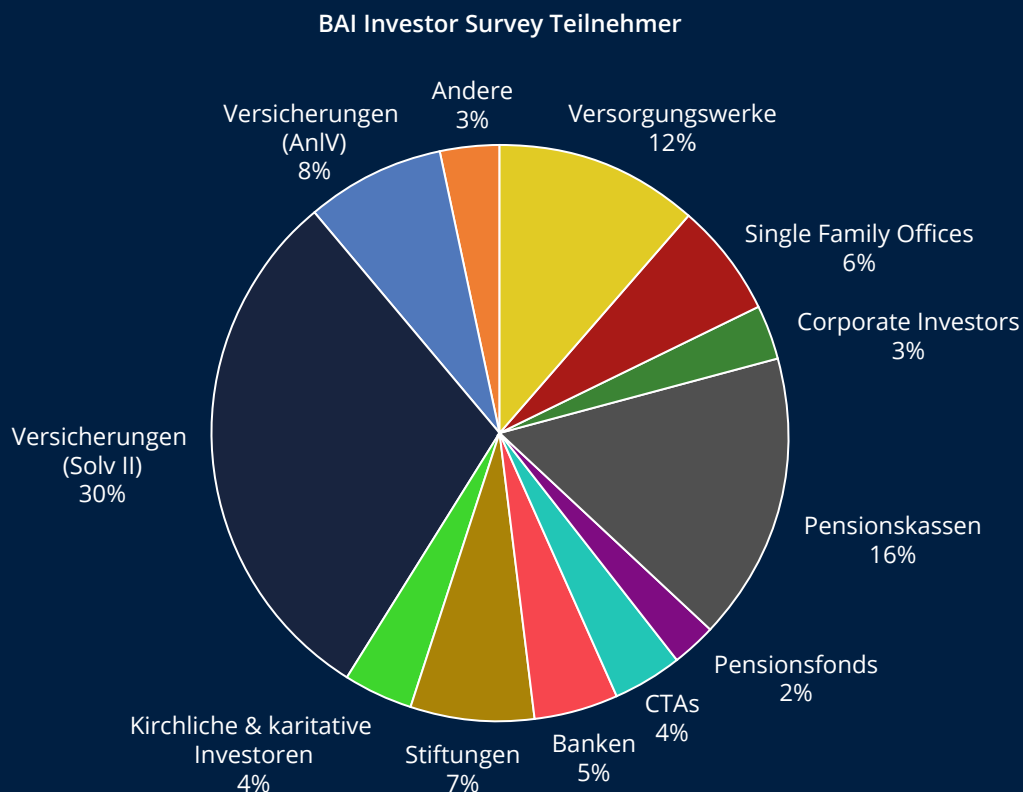
Christian Schaefer führt jedoch an, dass opportunistische bzw. Special-Situations-Strategien im aktuellen Marktumfeld wieder an Bedeutung gewinnen, insbesondere vor dem Hintergrund des Anpassungsbedarfes von Kapitalstrukturen bei betroffenen Unternehmen. Hierbei sind flexible Finanzierungslösungen gefragt und es ergeben sich Opportunitäten in Branchen, die oftmals von den Senior Direct Lendern als weniger attraktiv erachtet werden.

Die opportunistischen und Special-Situations-Fonds befassen sich mit komplexen Finanzierungssituationen und bieten eine breite Palette von Finanzierungsmöglichkeiten über sämtliche Branchen hinweg, so Sabine Fischer. Ihr Angebot umfasst auch Liquiditätslösungen bspw. für Unternehmen, deren M&A-Prozesse mehr Zeit als geplant in Anspruch nehmen und die vor diesem Hintergrund einen kurzfristigen (Re-)Finanzierungsbedarf aufgrund eines auslaufenden Kredits haben. Sabine Fischers Auffassung nach ist der langfristige Trend hin zu solchen Fonds darin begründet, dass die Loan Syndications eine kontinuierliche Quelle für den Dealflow bei opportunistischen und Special-Situations-Kreditfonds darstellen. Auf dem Markt für Leveraged Loans wird derzeit eine zunehmende Veräußerung von CLO-Tranchen und Bank-Tranchen aufgrund von Sorgen vor Downgrades beobachtet, was ebenfalls die Opportunitäten für Opportunistic Credit schafft. Aus Sicht von Sabine Fischer können gute Opportunistic-Credit-Manager aufgrund ihrer Flexibilität in jeder Marktphase Deals sourcen, sodass diese Finanzierungsstrategie als Allweather-Strategie bezeichnet werden kann.

11. Vgl. Preqin: *Global Private Debt Report 2023*

12. Vgl. McKinsey: *Global Private Markets Review 2023*.

# Methodik & Danksagung



Der Survey und die Interviews wurden im Zeitraum von Mai bis Juli 2023 durchgeführt. Am Survey haben 109 Investorinnen und Investoren aus Versicherungsunternehmen, Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung, Versorgungswerken, Family Offices, Banken, Stiftungen und karitativen Einrichtungen teilgenommen. Die Autoren bedanken sich bei allen teilnehmenden Investorinnen und Investoren am BAI Investor Survey 2023 sowie bei allen Private-Debt-Expertinnen und -Experten, die an unseren Interviews teilgenommen haben:

- Fischer, Sabine, Managing Partner, BB Alternative Partners
- Fritsch, Christian, Managing Partner, ELF Capital
- Dr. Geiger, Markus, Head of Private Debt, ODDO BHF Asset Management
- Gralla, Sven, Fondsmanager Private Debt, Kapital 1852
- Hofer, Florian, Director Private Debt, Golding Capital Partners
- König, Lars, Head of Germany & Austria, Marketing & Client Relations, Oaktree Capital Management
- Näf, Sandro, Portfolio Manager & CEO, Co-Founder von Capital Four
- Ott, Alexander, Managing Director Private Debt Europe, Partners Group
- Dr. Petersen, Klaus, Founding Partner, Apera Asset Management
- Schaefer, Christian, Managing Director, Private Credit Group, Goldman Sachs Asset Management
- Smirnov, Roman, Senior Portfoliomanager und Head of Continental Europe Portfolio Management, Partners Group

# Kontakt & Autoren

## Bundesverband Alternative Investment e.V.

 [www.bvai.de](http://www.bvai.de)

 [info@bvai.de](mailto:info@bvai.de)

 +49(0)228-96987-0

**Bucher, Florian, Referent Alternative Markets, BAI e.V.**  
[bucher@bvai.de](mailto:bucher@bvai.de)

**Dr. Bunnenberg, Philipp, Head of Alternative Markets, BAI e.V.**  
[bunnenberg@bvai.de](mailto:bunnenberg@bvai.de)

**Dronov, Anton, Trainee Alternative Markets, BAI e.V.**  
[dronov@bvai.de](mailto:dronov@bvai.de)