

# Private Debt im Portfoliokontext

## Schwerpunkt Corporate Debt

mit Unterstützung durch:



**München, im April 2018**

## Einführung

**Ziel der Studie ist die Analyse der Anlageklasse Private Debt sowie der Anforderungen institutioneller Investoren an Private Debt und Fondsemittenten**

Die Studie „Private Debt im Portfoliokontext – Schwerpunkt Corporate Debt“ ist ein Forschungsprojekt des CFin - Research Center for Financial Services GmbH mit Unterstützung durch die Solutio AG sowie Pantheon Ventures LLP zur Analyse des Marktes für Debt Fonds bzw. Private Debt. Im Rahmen der Untersuchung der alternativen Anlageklasse konnten Erfolgsfaktoren und Hemmnisse identifiziert werden. Zusätzlich wurden die Anforderungen institutioneller Investoren an die Ausgestaltung der Produkte und die Leistungen der Emittenten analysiert, um entsprechende Erfolgsfaktoren abzuleiten.

Der theoretische Rahmen der Studie basiert auf einer Markt- und Wettbewerbsanalyse und deckt die Definition und Einordnung der Anlageklasse Private Debt, das Marktumfeld sowie die Aufarbeitung regulatorisch relevanter Rahmenbedingungen ab. Zur Analyse der Anforderungen der Zielgruppe an Produkte und Emittenten wurden im Rahmen einer Breitenbefragung 131 Fachexperten aus den Anlageabteilungen institutioneller Investoren befragt, zusätzlich wurden sieben vertiefende Interviews geführt.

## Anlageklasse Private Debt – Einordnung und Wachstumstreiber

**Das Niedrigzinsumfeld, regulatorische Veränderungen sowie der politische Wille begünstigen die Entwicklung von Private Debt**

Der „Search for Yield“ im anhaltenden Niedrigzinsumfeld treibt Anleger zunehmend in alternative Assetklassen mit interessanten Rendite-Risiko-Profilen. Private Debt zählt zu diesen Anlagelösungen mit ausgewogener Risikostruktur, bietet stabile Cashflows und profitiert demnach von dieser Entwicklung.

Private Debt beschreibt die Fremdkapitalfinanzierung nicht-börsennotierter Unternehmen im Erst- und Zweitmarkt und stellt das Pendant zur Unternehmensanleihe börsengehandelter Unternehmen dar. Als Investoren treten vor allem Versicherungen, Pensionskassen, Versorgungswerke und Banken auf. Private Debt bewegt sich im Bereich des Sub-Investment Grades und bietet Unternehmen eine attraktive Alternative zum herkömmlichen Bankkredit.

Aus regulatorischer Sicht wird die alternative Anlageklasse, in Abhängigkeit vom Investorentyp, unterschiedliche betrachtet. Für größere Versicherungen (jährliche Beiträge über 5 Mio.

Euro) hat die Solvency II-Richtlinie Gültigkeit. Bei kleineren Versicherungen sowie anderen Versorgungseinrichtungen (z.B. Pensionskassen) ist die Anlageverordnung maßgebend. Die im Januar 2016 in Kraft getretene Solvency II-Verordnung begünstigt Private Debt-Investitionen im Hinblick auf die Kapitalanforderungen. Im Vergleich zu Aktien- oder Immobilieninvestments werden für Private Debt-Anlagen geringere Stressfaktoren verlangt, welche für die Berechnung der Solvenzkapitalanforderungen von Relevanz sind.

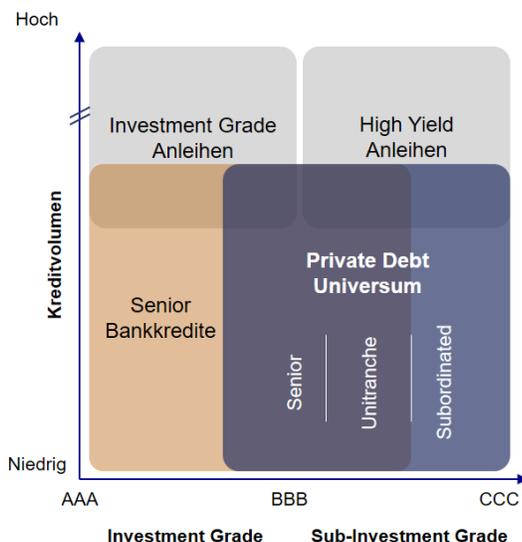


Abb. 1: Einordnung Private Debt

Investoren haben die Möglichkeit direkt oder über einen speziell aufgelegten Debt Fonds zu investieren, der das Kapital an ausgewählte Kreditnehmer weiterreicht. Alternativ kann die Kreditvergabe auch über eine sogenannte Fronting-Bank abgewickelt werden. Als Underlying von Debt Fonds dienen vorzugsweise Corporates, Infrastrukturinvestitionen und Immobilien.

Bankkredite sind in Deutschland die hauptsächliche Finanzierungsform mittelständischer Unternehmen. Diese stehen aktuell jedoch einem erschwerten Kapitalmarktzugang gegenüber, welcher zu großen Teilen in einer restriktiven Kreditvergabe der Geschäftsbanken begründet ist. Private Debt Fonds erfüllen eine wichtige Disintermediationsfunktion zur Schließung dieser Finanzierungslücke. In diesem Zusammenhang wirkt sich die Regulatorik verstärkt auf die Attraktivität von Private Debt aus. Einerseits werden Banken durch steigende Eigen-

**Private Debt bietet Unternehmen eine Alternative zur herkömmlichen Bankfinanzierung**

kapitalanforderungen zum Verkauf risikoreicher Aktivpositionen bewegt, andererseits begünstigt die Solvency-II-Richtlinie Private Debt als Assetklasse für Versicherungen durch geringere Hinterlegungspflichten.

Auch durch die Politik werden in Europa marktbasierende Finanzierungen zunehmend gefördert. Seit 2016 dürfen AIF-Kapitalinvestmentgesellschaften Debt Fonds ohne Fronting-Bank auflegen. Diese Änderung fördert die Eigenständigkeit der Debt Fonds, da beispielsweise Parameter der Darlehensbedingungen durch den Fonds selbst verändert werden können, ohne eine Banklizenz vorweisen zu müssen.

### Private Debt mit starkem Marktwachstum und hoher Beliebtheit bei institutionellen Investoren

Private Debt als Anlageklasse ist in den vergangenen Jahren stark gewachsen. Während sich das Anlagevolumen in 2010 weltweit noch auf 331 Mrd. USD belief, sind es für Ende 2018 hochgerechnet bereits 755 Mrd. USD. Über drei Viertel der Investoren sammelten in der Vergangenheit bereits positive Erfahrungen mit Private Debt – lediglich 3% übten negative Kritik aus.

**Über drei Viertel der aktiven Private Debt-Investoren sammelten in der Vergangenheit positive Erfahrungen mit Private Debt**

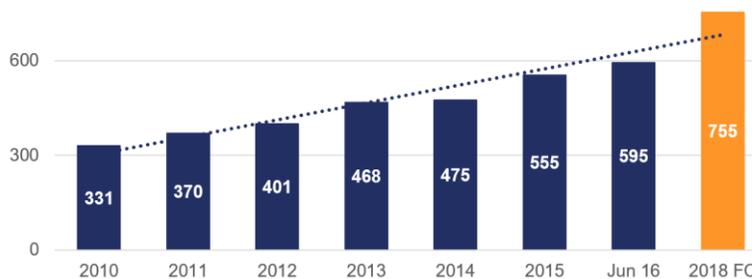
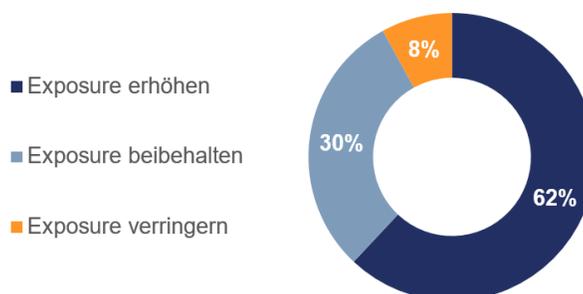


Abb. 2: Weltweite Entwicklung von Private Debt Assets under Management

Bereits heute halten 30% der Umfrageteilnehmer Private Debt im Portfolio, weitere 24% planen eine Investition in der Zukunft. Von den bereits investierenden Unternehmen streben annähernd zwei Drittel eine langfristige Erhöhung ihres Exposures an.



**Abb. 3: Langfristige Investitionsabsichten von Private Debt**

Deutsche Private Debt Investoren verwalteten in 2016 insgesamt 1,7 Bill. Euro in Assets under Management. Durchschnittlich investierten sie davon 3% in die Assetklasse Private Debt – Top-Nachfrager investieren sogar Milliardenbeträge. Die zunehmende Nachfrage spiegelt sich auch auf der Angebotsseite wider. In den vergangenen Jahren wurden durchschnittlich drei neue Debt Fonds mit deutschen Underlying aufgelegt.

Ein bedeutender Erfolgsfaktor von Private Debt ist die diversifizierende Wirkung auf das Portfolio institutioneller Investoren. Durch eine Beimischung der Anlageklasse Private Debt kann eine Optimierung des Rendite-Risiko-Verhältnisses erzielt werden.

Bei der Portfoliooptimierung nach MARKOWITZ (1952) ergibt sich ein Private Debt-Anteil im effizienten Portfolio in Höhe von 7,01%. Mit dieser Allokation erreicht ein Anleger das rechnerisch optimale Verhältnis aus Rendite und Risiko. Für die Berechnung des Effizienzportfolios wurde die Konstellation eines Musterportfolios eines Versicherers herangezogen. Im nächsten Schritt wurden auf Basis mittels Zeitreihen Korrelationen der verschiedenen Anlageklassen bestimmt, um daraus die Effizienzkurve abzuleiten.

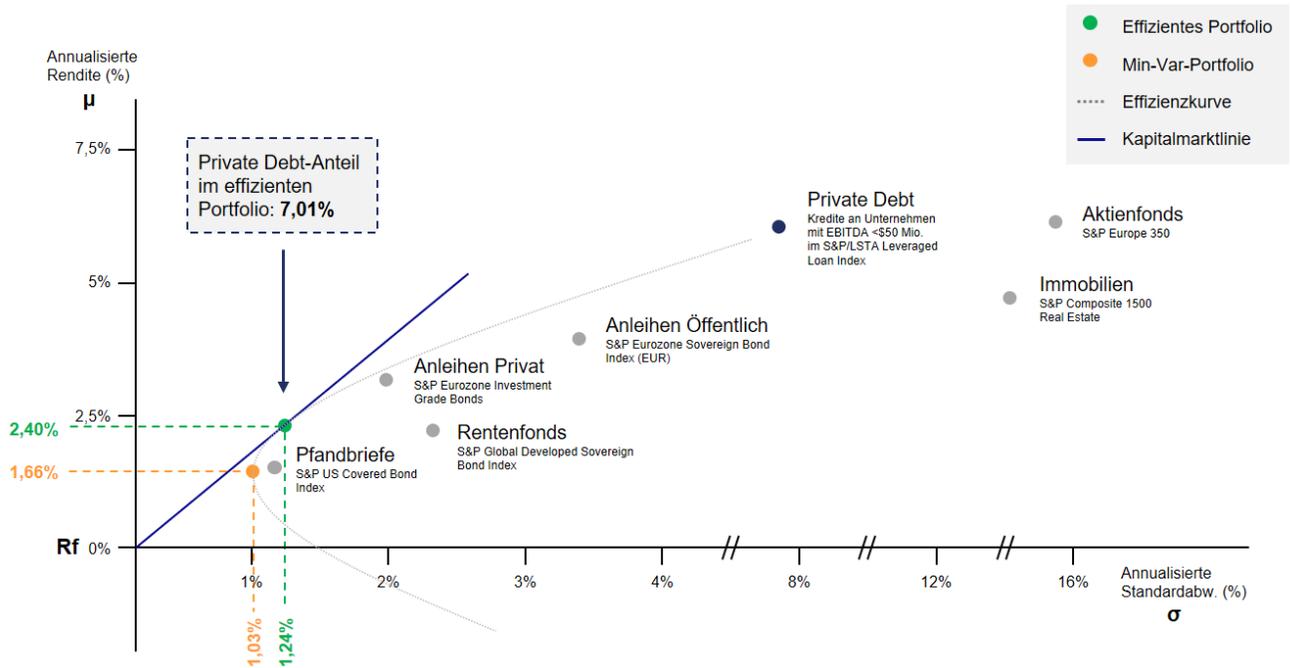


Abb. 4: Private Debt im effizienten Portfolio nach MARKOWITZ (1952)

### Senior Debt in den Bereichen Corporates und Infrastruktur wird von Anlegern bevorzugt

**Senior Corporate Debt wird von Investoren im Private Debt Markt bevorzugt, regulatorische Rahmenbedingungen bieten Vorteile bei höherer Bonität**

Im Hinblick auf das Underlying dominieren insbesondere Corporates (88%) und Infrastruktur (74%) den Markt, während lediglich 50% der Investoren in Immobilien als Underlying investieren. Anleger legen besonderen Wert auf die Bonität der Kreditnehmer, was sich in der überdurchschnittlich hohen Beliebtheit von Senior Debt widerspiegelt. Zwei Drittel der institutionellen Investoren würden auf diese Anlagekategorie zurückgreifen, bei der das Risiko durch die hohe Seniorität verhältnismäßig gering ist. Die durchschnittliche Renditeerwartung für das Segment Senior Debt beträgt 6,5% IRR.

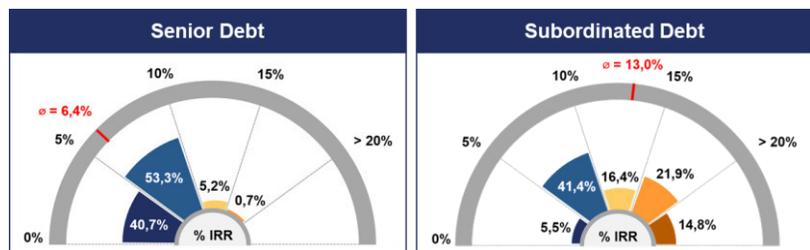


Abb. 5: Vergleich Renditeerwartungen

Subordinated Debt wird dagegen nur von einem Drittel als attraktiv eingestuft. Das deutlich höhere Risiko wird dabei mit einer durchschnittlichen Renditeerwartung von 13% bepreist. Ein Grund für diesen Unterschied liegt in der Solvency II-Richtlinie. Diese begünstigt Underlying mit höherer Bonität durch deutlich geringeren Stressfaktoren als Maßgabe für die Eigenkapitalanforderung.

**Zusammenarbeit mit Private Equity-Gesellschaften verstärkt die Due Dilligence im Kreditauswahlprozess**

### **Sponsored Corporated Debt bietet viele Vorteile, wird vom Markt allerdings noch uneinheitlich wahrgenommen**

Sponsored Corporate Debt als Unterkategorie bezeichnet die Finanzierung von Gesellschaften, die von Private Equity-Fonds gehalten werden. Vorteilhaft erweist sich bei dieser Deal-Art, dass zusätzliches Know-how und ein ausgereifter Due Dilligence Prozess des Eigenkapitalgebers wertvolle Zusatzinformationen für den Investitionsprozess liefern können. Der Markt betrachtet das Underlying „Sponsored“ zurzeit uneinheitlich: 32% der Teilnehmer bevorzugen „Sponsored“ als Underlying, gegenüber 25%, die es ablehnen. Der größte Anteil (43%) ist unentschlossen. Hier zeigt sich, dass sowohl die Informationslage über diese Finanzierungsart als auch deren Durchsetzung am deutschen Markt noch optimierbar sind.

**Großteil der Investoren stehen einer Private Debt-Investition im Zweitmarkt offen gegenüber**

### **Großes Interesse für Investitionen im Zweitmarkt für Private Debt**

Die Erfahrungen institutioneller Investoren im Bereich Secondaries sind schwach ausgeprägt. Derzeit investieren lediglich 8% im Zweitmarkt. Die Bereitschaft zukünftig zu investieren liegt allerdings deutlich höher: 63% der Anleger würden den Markt für Secondaries aufgrund der transparenteren Informationslage bevorzugen. Anlageexperten bewerten den Zweitmarkt als interessant, die Strukturen in den Unternehmen hemmen derzeit jedoch das benötigte agile Investitionsverhalten für diesen Bereich.

### Fehlendes Know-how in den Unternehmen und Regulatorik sind größte Hemmnisse von Private Debt

Private Debt findet in den Portfolios institutioneller Investoren erst seit kürzerer Zeit zunehmende Verbreitung. Die Mehrheit der Befragten investiert erst seit dem Jahr 2013 oder später in die Anlageklasse. Damit im Zusammenhang steht eines der größten Hemmnisse von Private Debt. Zwei Drittel der Investoren beklagen fehlendes Know-how in den Fachabteilungen, gepaart mit der generellen Geschäfts- und Anlagepolitik in den Unternehmen (60%).

Als zusätzliches Hemmnis werden die regulatorischen Rahmenbedingungen betrachtet. Zwei Drittel der Umfrageteilnehmer bewerten Vorschriften des Gesetzgebers als problematisch für die Entwicklung von Private Debt. Die Ergebnisse der Studie zeigen hinsichtlich der Thematik, dass auch ein hoher Grad an Unkenntnis über die vorherrschende Regulatorik in den Fachabteilungen vorherrscht. So sind sich die Befragten bei der Einordnung von Private Debt in eine Quotenklasse nach Anlageverordnung uneins, mehr als die Hälfte konnte keine Einschätzung darüber abgeben.

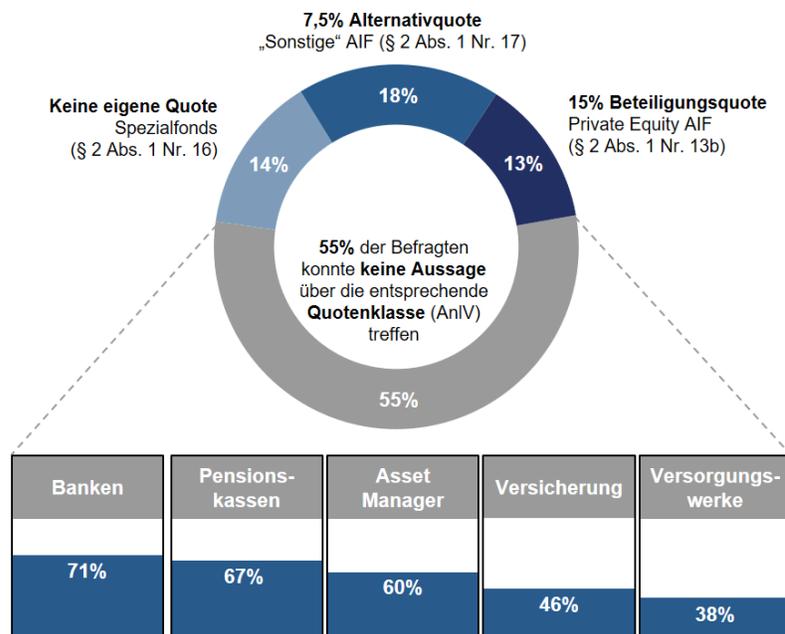


Abb. 6: Quotenklassen nach Anlageverordnung

**Hochwertiger Kreditauswahlprozess als wichtigster Faktor bei der Wahl der Fondsemittenten**

### **Anforderungen an Fondsemittenten**

Die Anlageklasse Private Debt erfreut sich zunehmender Beliebtheit, was zu einem steigenden Angebot führt und somit auch eine stärkere Differenzierung der Fondsemittenten ermöglicht. Diese, aus Investorensicht, positive Entwicklung erhöht die Anforderungen an die Anbieter.

Debt Fonds mit aktivem Management werden von Investorensicht bevorzugt. Fondsmanager punkten insbesondere mit einem hochwertigen Kreditauswahlprozess (94%) und einer hohen Investmentdisziplin (84%). Neben der Ausgestaltung des Investmentprozesses wertschätzen Anleger vor allem die Erfahrung eines Anbieters am Markt. Ein langjähriger Track Record wird von 84% der Befragten als wichtig erachtet. Im Idealfall präsentiert sich der Fondsemittent mit einem stabilen Team und ausreichender Manpower, was von 80% erwartet wird. Von untergeordneter Bedeutung sind Unterstützungsleistungen, z.B. bei Bilanzierungsfragen oder in steuerlichen Belangen. Auch eine individuelle Produktlösung erachten nur 57% als wichtig.

### **Fazit**

Private Debt konnte sich in den vergangenen Jahren in den Portfolios institutioneller Investoren stärker verbreiten. Dies liegt einerseits an externen Faktoren wie dem anhaltenden Niedrigzinsumfeld und regulatorischen Entwicklungen. Zum anderen bieten Debt Fonds ein attraktives Rendite-Risiko-Profil mit nachhaltigen Ertragsstrukturen.

Eine mögliche Veränderung der Rahmenbedingungen, welche sich für den Anstieg des Marktvolumens verantwortlich zeigen, könnte die Entwicklung jedoch hemmen. Beispielsweise gehen etwa 44% der Investoren von einem negativen Einfluss steigender Leitzinsen auf die Attraktivität von Private Debt aus. Gleichmaßen könnten regulatorische Neuerungen den Marktzugang für Debt Fonds erschweren. Mit zunehmendem Marktwachstum rückt die Qualität der Asset Manager sowie der aufgelegten Produkte verstärkt in den Vordergrund. Bei wachsender Liquidität am Markt sind Investoren auf der Suche nach hochwertigen Deals.

Bei der Auswahl der Produkte bevorzugen institutionelle Anleger Fonds mit aktivem Management, die sich größtenteils aus

**Private Debt hat das Potenzial, sich in Zukunft weiter in den Portfolios institutioneller Investoren zu etablieren**

Senior Debt europäischer Corporates bzw. Infrastruktur zusammensetzen. Fondsemittenten qualifizieren sich am besten durch einen hochwertigen Kreditauswahlprozess, einen langjährigen Track Record und ein stabiles Team.

Auch auf Seiten der Anleger bestehen Anforderungen an ein erfolgreiches Private Debt-Investment. Institutionelle Investoren müssen die nötigen internen Strukturen aufweisen, um in diesem schnelllebigen Markt agil investieren zu können. Diese Tatsache spiegelt sich auch im Investitionsverhalten nach Unternehmensgröße wider: 44% der größeren Investoren (ab 10 Mrd. Euro Assets under Management) halten bereits Private Debt, weitere 42% planen eine Investition in der Zukunft. Im Vergleich dazu liegen die Werte bei kleineren Unternehmen (bis 10 Mrd. Euro) mit 30% bzw. 17% deutlich darunter.

Sofern die rechtlichen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen weiterhin ein begünstigendes Umfeld schaffen, ist für die Zukunft von einer weiteren Vergrößerung des Markts für Private Debt auszugehen.

## Detaillierte Ergebnisse der Studie

▪ <b>Ziele und Methodik</b>	<b>12</b>
▪ <b>Definition und Einordnung</b>	
– Begriffsdefinition Private Debt	16
– Einordnung und Abgrenzung	20
▪ <b>Strukturelle und rechtliche Rahmenbedingungen</b>	
– Wachstumstreiber	24
– Einflüsse der Regulatorik	27
▪ <b>Markt- und Wettbewerbsanalyse</b>	
– Markttrends Private Debt	34
– Geografische Marktentwicklung	39
– Ausgestaltung nach Underlying	47
▪ <b>Anforderungen und Erwartungen institutioneller Investoren</b>	
– Erfolgsfaktoren und Hemmnisse für Private Debt	56
– Anforderungen an Emittenten	61
▪ <b>Fazit/ Key Learnings</b>	<b>65</b>

### **Ziel der vorliegenden Studie ist die Untersuchung der Anlageklasse Private Debt aus Sicht institutioneller Investoren**

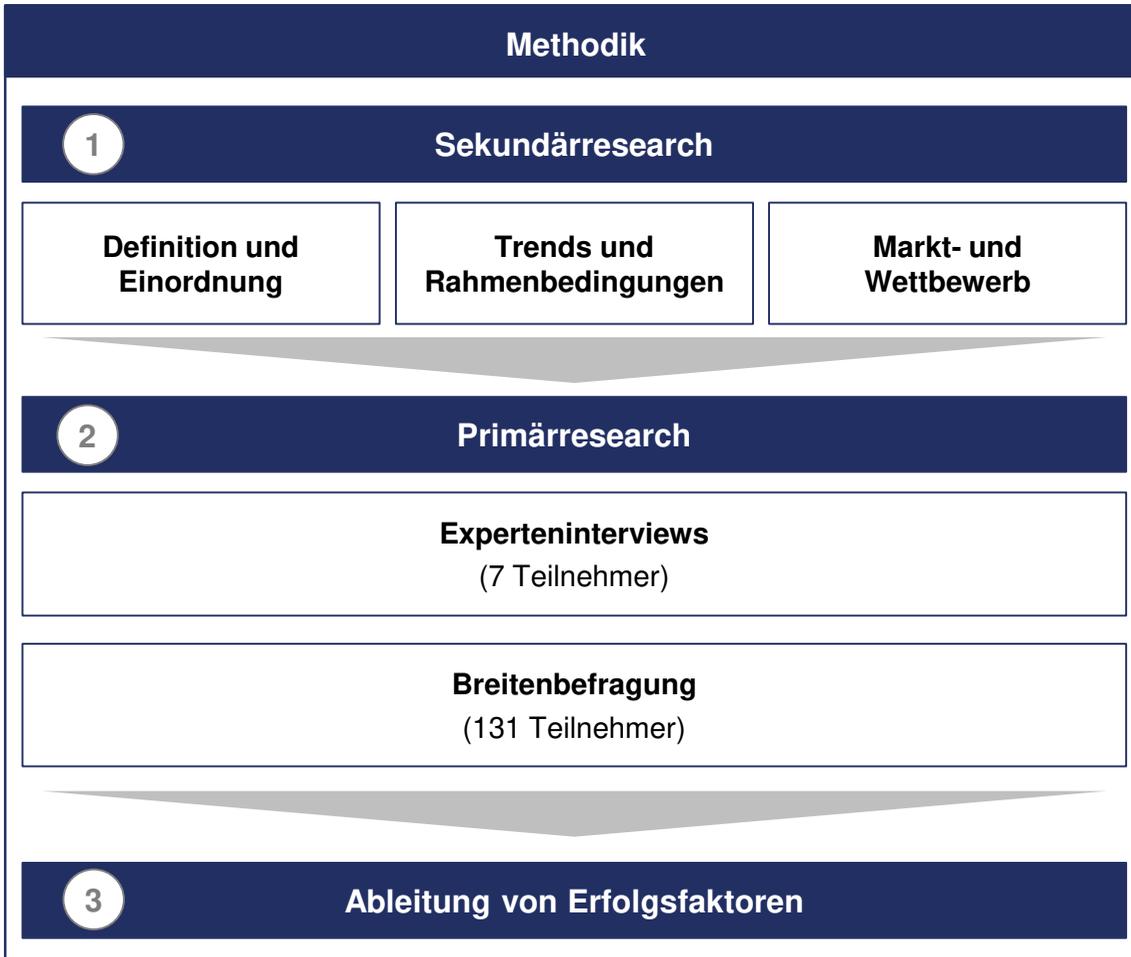
#### **Ziele der Studie**

#### **Private Debt im Portfoliokontext**

- Das durchgeführte Forschungsprojekt untersucht die Anlageklasse Private Debt aus Sicht institutioneller Investoren
- In diesem Zusammenhang sollen auch aktuelle Trends und regulatorische Rahmenbedingungen im Bereich Asset Management erarbeitet werden
- Zudem wird die Einbindung von Private Debt in die Portfolios sowie das zukünftige Potenzial der alternativen Assetklasse analysiert
- Erfolgsfaktoren und derzeit bestehende Hemmnisse der Anlageklasse werden durch eine Investorenbefragung erhoben, gleichermaßen wird die Renditeerwartung verschiedener Ausgestaltungsvarianten von Private Debt untersucht
- In diesem Zuge werden die Anforderungen an Emittenten von Private Debt sowie an deren Produkte (insbesondere Sponsored Corporate Debt) dargestellt

## Auf Basis einer Vorstudie mit 7 Experteninterviews wurde eine Breitenbefragung mit insgesamt 131 institutionellen Investoren durchgeführt

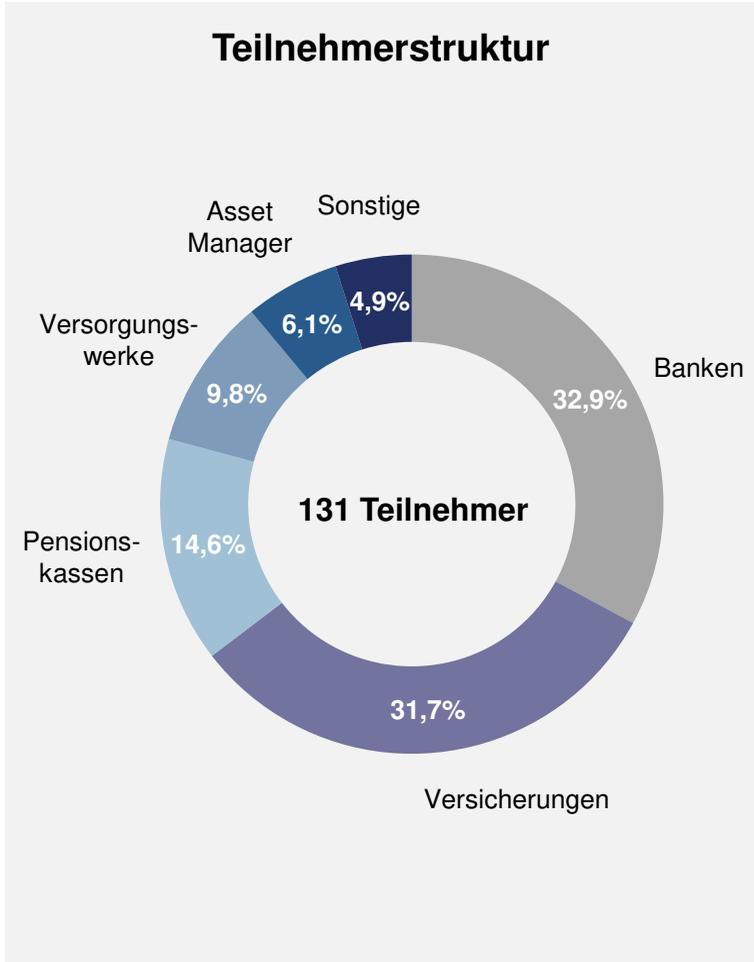
### Methodik der Private Debt-Studie



- ▶ Analyse der Assetklasse Private Debt hinsichtlich der **strukturellen und rechtlichen Ausgestaltung**
- ▶ Untersuchung des **Marktes für Private Debt** für den weltweiten sowie europäischen bzw. deutschen Markt
- ▶ Durchführung von **45 bis 60-minütigen Tiefeninterviews** mit insgesamt **7 Experten** aus den Bereichen Versicherungen, Pensionskassen und Versorgungswerke
- ▶ Befragung von über **130 institutionellen Investoren** mittels eines anonymisierten Online-Fragenbogens

**Die Teilnehmer der Breitenbefragungen waren vorrangig Investmentexperten aus den Branchen Versicherungen (33%), Banken (32%) und Pensionskassen (15%)**

**Unternehmensart und Portfoliogröße**

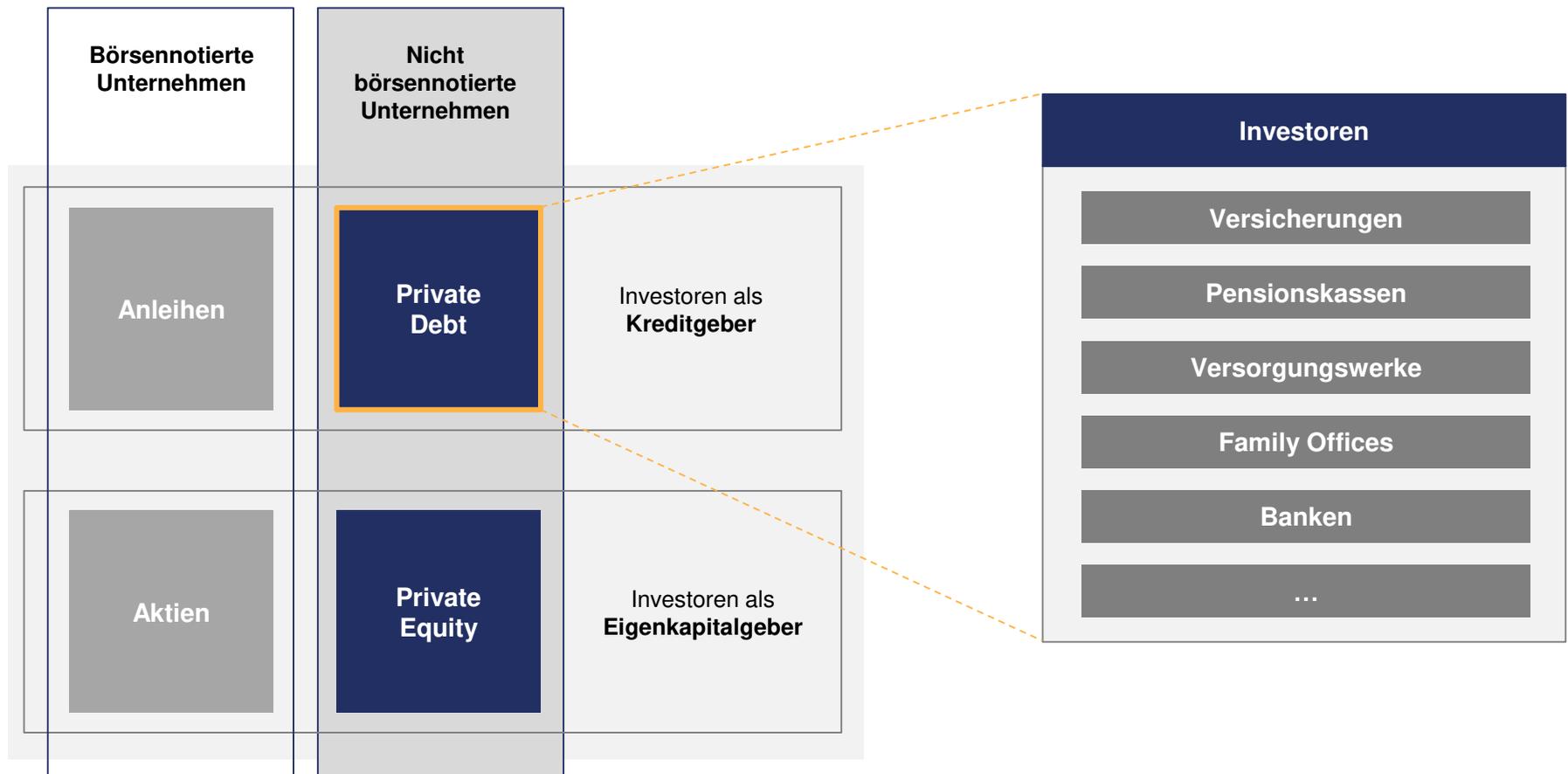


Assets under Management	0 – 10 Mrd. €	11 – 30 Mrd. €	31 – 50 Mrd. €	> 50 Mrd. €
Gesamt	39%	20%	24%	17%
Banken	100%			
Versicherungen	13%	17%	35%	35%
Pensionskassen	9%	36%	55%	
Versorgungswerke	40%	40%		20%
Asset Manager	80%	20%		

- **Ziele und Methodik**
  - **Definition und Einordnung**
    - **Begriffsdefinition Private Debt**
    - Einordnung und Abgrenzung
  - **Strukturelle und rechtliche Rahmenbedingungen**
    - Wachstumstreiber
    - Einflüsse der Regulatorik
  - **Markt- und Wettbewerbsanalyse**
    - Markttrends Private Debt
    - Geografische Marktentwicklung
    - Ausgestaltung nach Underlying
- **Anforderungen und Erwartungen institutioneller Investoren**
    - Erfolgsfaktoren und Hemmnisse für Private Debt
    - Anforderungen an Emittenten
  - **Fazit/ Key Learnings**

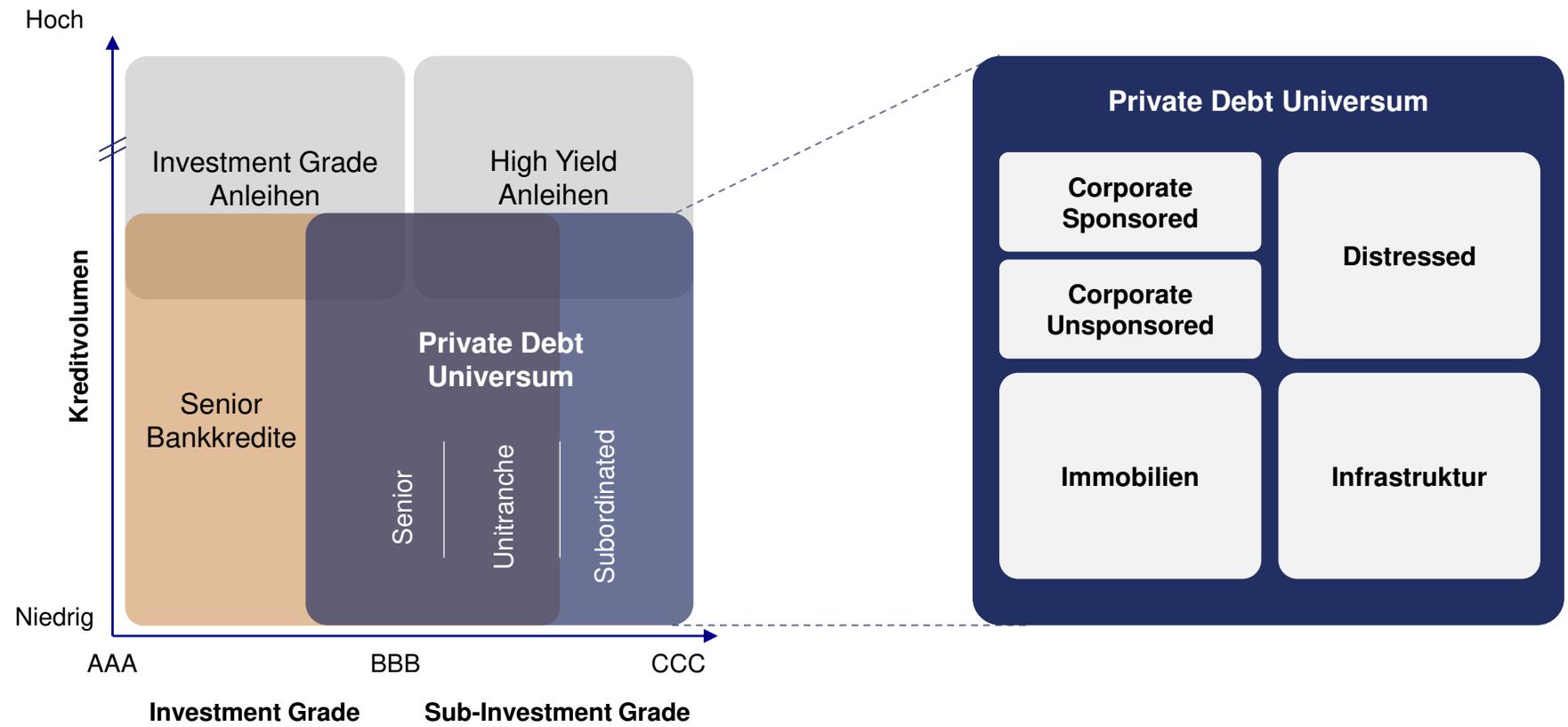
**Private Debt beschreibt die Fremdkapitalfinanzierung nicht börsennotierter Unternehmen, Kapitalgeber sind im deutschen Markt vor allem Versicherungen und Pensionskassen**

## Definition Private Debt (1/3)



**Private Debt bewegt sich im Bereich des Sub-Investment Grade und unterscheidet sich durch verschiedene Underlying**

**Definition Private Debt (2/3)**



In Anlehnung an: Solutio \* Einordnung orientiert sich an der am Markt beobachteten Verteilung (Marktvolumen hinsichtlich Ratingklasse)

**In der engeren Definitionsfassung beschränkt sich Private Debt auf das Underlying Corporates, finanziert durch institutionelle Investoren**

**Definition Private Debt (3/3)**

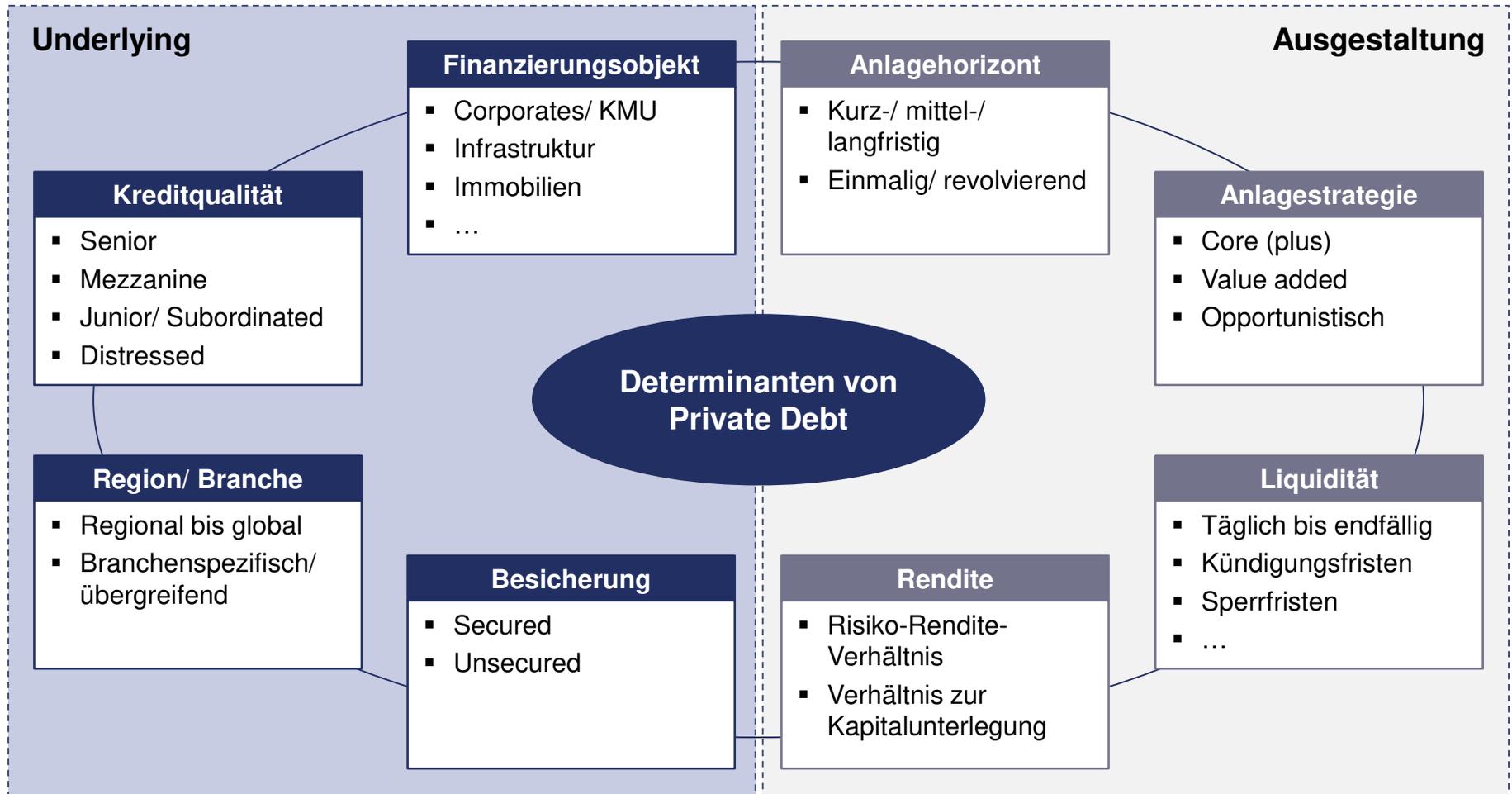
Private Debt i.e.S. bezeichnet die unverbriefte Fremdkapitalfinanzierung nicht-börsennotierter Unternehmen durch institutionelle Investoren im Erst- und Zweitmarkt



- **Ziele und Methodik**
- **Definition und Einordnung**
  - Begriffsdefinition Private Debt
  - **Einordnung und Abgrenzung**
- **Strukturelle und rechtliche Rahmenbedingungen**
  - Wachstumstreiber
  - Einflüsse der Regulatorik
- **Markt- und Wettbewerbsanalyse**
  - Markttrends Private Debt
  - Geografische Marktentwicklung
  - Ausgestaltung nach Underlying
- **Anforderungen und Erwartungen institutioneller Investoren**
  - Erfolgsfaktoren und Hemmnisse für Private Debt
  - Anforderungen an Emittenten
- **Fazit/ Key Learnings**

**Private Debt lässt sich anhand verschiedener Kategorien (bspw. Rendite, Kreditqualität, Besicherung etc.) unterscheiden**

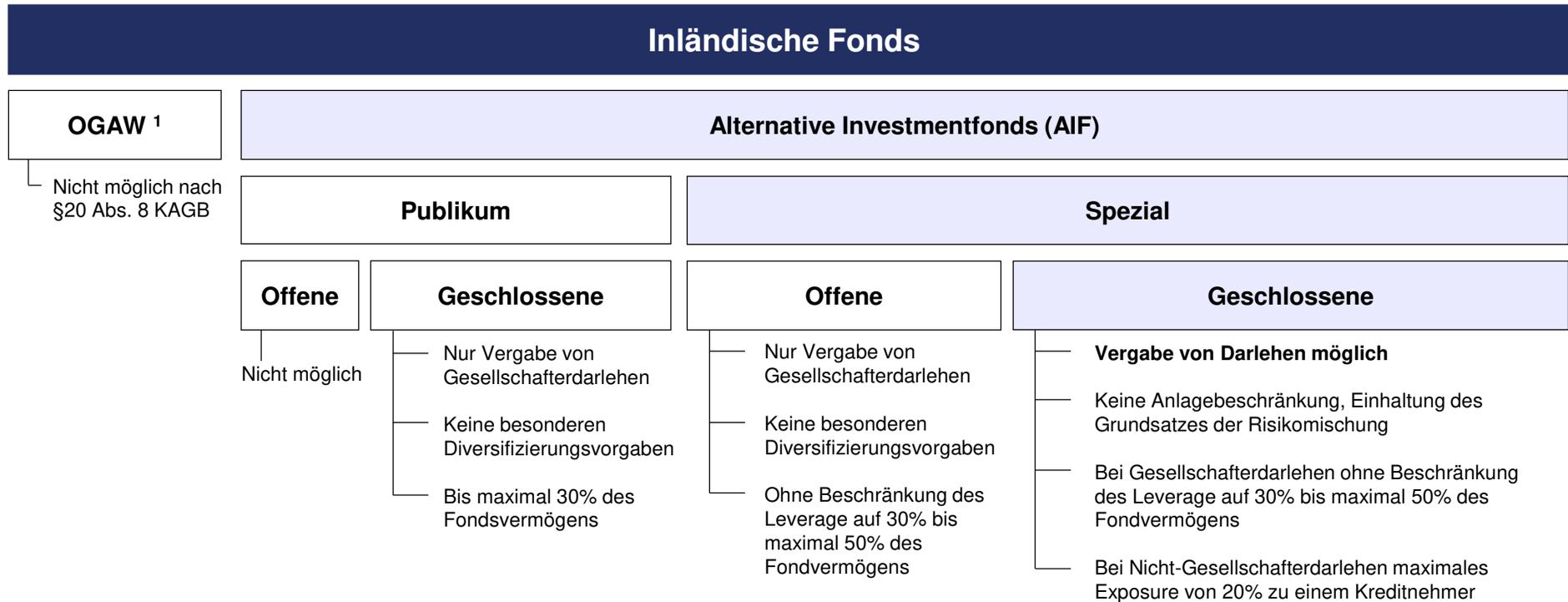
## Ausgestaltungsmerkmale von Private Debt



**Eine originäre Kreditvergabe ist nur bei einem geschlossenen Spezial-AIF möglich, in allen anderen Fällen dürfen die Forderungen nur aufgekauft werden**

## Rechtliche Einordnung

Rechtsgrundlage: Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) 



<sup>1</sup> Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren. Investmentvermögen, dessen ausschließlicher Zweck es ist, beim Publikum beschaffte Gelder für gemeinsame Rechnung nach dem Grundsatz der Risikostreuung in Wertpapieren oder anderen liquiden Finanzanlagen zu investieren und dessen Anteile auf Verlangen der Anteilinhaber unmittelbar oder mittelbar zulasten des Vermögens dieser Organismen zurückgenommen oder ausgezahlt werden.

# Darlehensgeber für Private Debt Fonds sind in der Regel Erlaubnispflichtige Kapitalverwaltungsgesellschaften

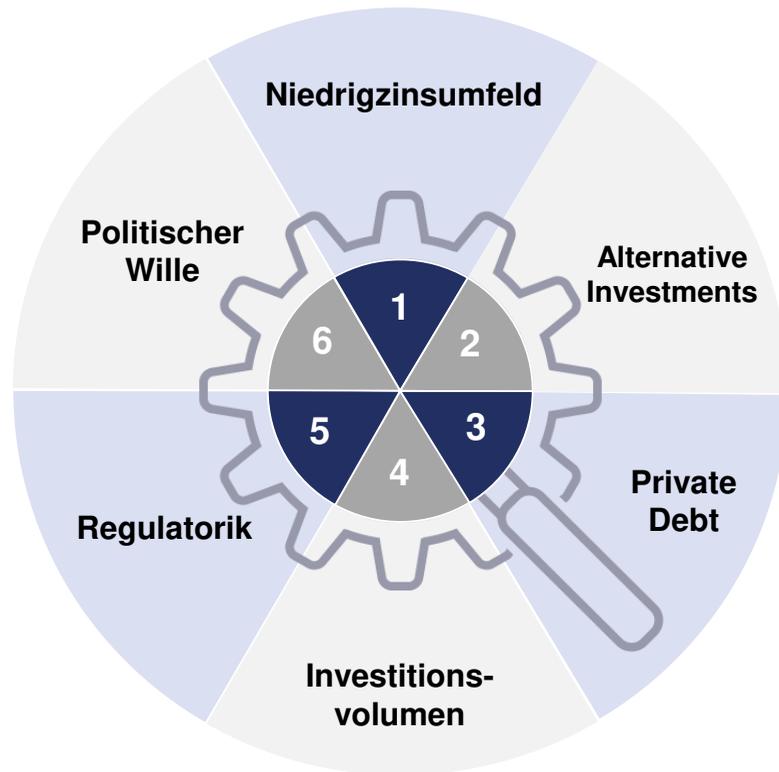
### Übersicht Beteiligte

Darlehensnehmer	Darlehensgeber	Investoren
 <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Natürliche/ juristischen Personen oder rechtsfähige Personengesellschaften, die Darlehensvertrag in Ausübung ihrer gewerblichen oder selbständigen beruflichen Tätigkeit abschließen</li><li>▪ Explizit ausgeschlossen sind Verbraucher im Sinne des § 13 BGB</li><li>▪ Je nach Ausgestaltung (Spezial vs. Publikum und Offen vs. Geschlossen) dürfen Darlehen nur an Gesellschaften vergeben werden</li></ul>	 <p><b>Erlaubnispflichtige KVG</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Uneingeschränkt möglich durch erlaubnispflichtige KVG</li></ul> <p><b>Registrierungspflichtige KVG</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Unterliegen den allgemeinen Verhaltensanforderungen des § 26 Abs. 1, 2 und 7 KAGB</li><li>▪ Anforderungen: ausreichende Anzahl Personal, Fachkenntnisse im Bereich Kreditgeschäft, geeignete Aufbau- und Ablauforganisation etc.</li></ul>	 <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Überwiegend institutionelle Anleger (Versicherungen, Versorgungswerke, Pensionskassen etc.)</li><li>▪ Spezial-AIF nur für institutionelle bzw. semi-institutionelle Investoren nach § 31a Abs. 2 WpHG (Erfüllung von quantitativen und qualitativen Vorgaben)</li><li>▪ Für Privatpersonen nur eingeschränkt über Publikums-AIF möglich (nur Gesellschaftsdarlehen)</li></ul>

- **Ziele und Methodik**
  - **Definition und Einordnung**
    - Begriffsdefinition Private Debt
    - Einordnung und Abgrenzung
  - **Strukturelle und rechtliche Rahmenbedingungen**
    - **Wachstumstreiber**
    - Einflüsse der Regulatorik
  - **Markt- und Wettbewerbsanalyse**
    - Markttrends Private Debt
    - Geografische Marktentwicklung
    - Ausgestaltung nach Underlying
- **Anforderungen und Erwartungen institutioneller Investoren**
    - Erfolgsfaktoren und Hemmnisse für Private Debt
    - Anforderungen an Emittenten
  - **Fazit/ Key Learnings**

# Das anhaltende Niedrigzinsumfeld sowie regulatorische Änderungen treiben institutionelle Anleger verstärkt in alternative Anlageklassen wie Private Debt

### Trends im Bereich Asset Management



1. Aufgrund des **Niedrigzinsumfelds** sind institutionelle Anleger auf der Suche nach renditeträchtigen Assets („Search for Yield“)
2. Verstärkte Nachfrage **alternativer Investments** aufgrund höherer potenzieller Renditen, speziell liquider Anlageformen
3. Zunehmend hohe Nachfrage nach **Private Debt-Investitionen**, verstärkt aus der Versicherungsbranche
4. Hohes **Investitionsvolumen** und damit auch viel Liquidität am Markt heben Bedeutung qualifizierter und spezialisierter Fondsmanager
5. Direkte und indirekte Auswirkungen auf Private Debt/ Kreditfonds durch **Regulatorik** (z.B. Eigenkapitalanforderungen), insbesondere Novellierung AnIV, Einführung von Solvency II, OGAW-V-Umsetzungsgesetz etc.
6. Gesetzgeber zeigt den **politischen Willen** marktbasierete Finanzierungsmöglichkeiten abseits der Banken aufzubauen

## Die veränderten Rahmenbedingungen der letzten Jahre begünstigen die Entwicklung von Private Debt

### Wachstumstreiber



#### Regulatorische Anforderungen

- Steigender Eigenkapitalbedarf bei Banken aufgrund zunehmender regulatorischer Anforderungen (Basel III bzw. CRR und CRD IV), insbesondere bei risikoreichen Aktivpositionen
- Freisetzung von regulatorischem Kapital durch Verkauf von Forderungen an alternative Investmentfonds
- Begünstigung von Private Debt durch Solvency II im Hinblick auf Eigenkapitalanforderungen steigert die Attraktivität dieser Anlageklasse für Versicherungsunternehmen



#### Niedrigzinsumfeld

- Suche nach profitablen Assetklassen von Seiten institutioneller Investoren (Pensionskassen, Versicherungen etc.), um Mindestrenditeforderungen der Kunden zu erfüllen („Search for Yield“)
- Steigende Nachfrage nach rentablen Anlagelösungen mit ausgewogener Risikostruktur und prognostizierbaren, stabilen Cashflows



#### Disintermediation

- Finanzierungslücke des Mittelstandes aufgrund des schwierigen Kapitalmarktzugangs und der restriktiven Kreditvergabe der Kreditinstitute, gefördert durch legislative und regulatorische Impulse
- Steigende Bedeutung von Private Debt als Finanzierungsform für Unternehmen, da dies zur Schließung der Finanzierungslücke beiträgt



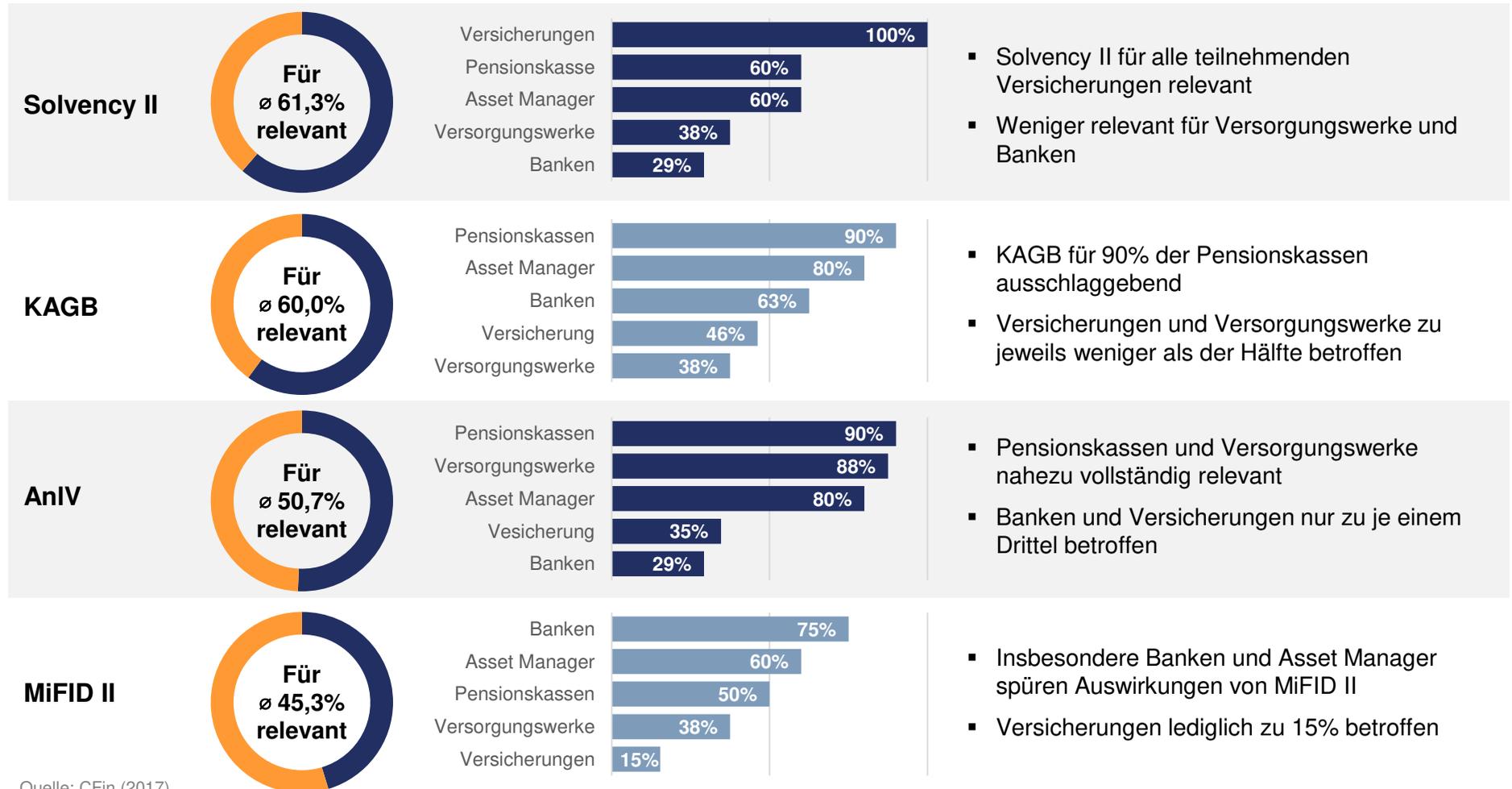
#### Politischer Wille

- Seit 17.10.2016 dürfen, gemäß der AIFM-Richtlinie (AIFMD), AIF-Kapitalinvestmentgesellschaften unter bestimmten Voraussetzungen Private Debt auflegen (Fronting-Bank wird nicht mehr benötigt)
- Marktbasierte Finanzierungen sollen in Europa etabliert werden, um eine Alternative zum Bankenmarkt zu schaffen

- **Ziele und Methodik**
- **Definition und Einordnung**
  - Begriffsdefinition Private Debt
  - Einordnung und Abgrenzung
- **Strukturelle und rechtliche Rahmenbedingungen**
  - Wachstumstreiber
  - **Einflüsse der Regulatorik**
- **Markt- und Wettbewerbsanalyse**
  - Markttrends Private Debt
  - Geografische Marktentwicklung
  - Ausgestaltung nach Underlying
- **Anforderungen und Erwartungen institutioneller Investoren**
  - Erfolgsfaktoren und Hemmnisse für Private Debt
  - Anforderungen an Emittenten
- **Fazit/ Key Learnings**

## Solvency II vorrangig relevant für Versicherungen, Anlageverordnung betrifft eher Pensionskassen und Versorgungswerke

### Regulatorische Relevanz



Quelle: CFin (2017)

## Anwendung von Solvency II bzw. Anlageverordnung ist abhängig von der Größenordnung des jeweiligen institutionellen Anlegers

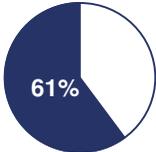
### Einordnung nach Solvency II bzw. AnIV

### Solvency II

**Größere Versicherungen**

▶ Jährliche Beiträge von **über 5 Mio. Euro** oder **über 25 Mio. Euro** versicherungstechnische Rückstellungen

- Januar 2016 in Kraft getretene Reform des Versicherungsaufsichtsrechts in Europa zur Angleichung der innereuropäischen Vorschriften
- Ziel ist Reduzierung der Ausfallwahrscheinlichkeit von Versicherungsunternehmen

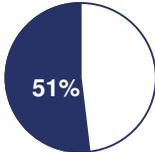
Anteil der Befragten für die **Solvency II** relevant ist: 

### Anlageverordnung (AnIV)

**Kleinere Versicherungen, Pensionskassen/ -fonds, Versorgungswerke**

▶ Jährliche Beiträge weniger als **5 Mio. Euro** oder weniger **25 Mio. Euro** versicherungstechnischen Rückstellungen und Pensionskassen/-fonds

- Verordnung über Anlagegrundsätze für das gebundene Vermögen von Versicherungsunternehmen
- 2015 wurde Entwurf einer Novellierung verabschiedet, die am 22. April 2016 in Kraft getreten ist

Anteil der Befragten für die **Anlageverordnung** relevant ist: 

Quelle: BaFin, Solvency II-Richtlinie (Richtlinie 2009/138/EG geändert durch die Richtlinie 2014/51/EU), CFin (2017)

## Das Spreadrisiko ist für Private Debt relevant und basiert auf der Bonitätsstufe und der Duration des jeweiligen Kredits

### Risikoarten der Kapitalanforderung nach Solvency II

Ausfallrisiko	Operationelles Risiko	Risiko Leben
Risiko Nicht-Leben	Marktrisiko	...

#### Spreadrisiko

- Berechnung erfolgt für Anleihen, Kredite, Kreditverbriefungsrisiken und Kreditderivate
- Kapitalanforderung basiert auf Marktwert zum Stichtag multipliziert mit Stressfaktor
- Stressfaktor hängt ab von Bonitätsstufe und Duration

#### Zinsrisiko

- Schock aller zins-sensitiven Positionen (Up und Down) mit Faktoren je nach Fälligkeit

Fälligkeit	Up	Down
1	70%	75%
2	70%	65%
3	64%	56%
4	...	...

**Fremdwährungsrisiko**

**Konzentrationsrisiko**

**Aktienrisiko**

**Immobilienrisiko**

**Betrifft Private Debt**

### Beispielhafte Stressfaktoren für Private Debt

Bonität	2	3	4	5/6	Kein Rating			
Duration	4				2	4	6	8
Stressfaktor	5,6%	10,0%	18,0%	30,0%	6,0%	12,0%	16,7%	20,1%

- ▶ Stressfaktor für Kredite mit guter Bonität deutlich geringer als für Immobilien und Aktien
- ▶ Kredite ohne Rating mit geringeren Stressfaktoren als Bonität 4 und schlechter

### Mapping marktüblicher Ratings

Solvency II	S&P Global	MOODY'S	FitchRatings
0	AAA	Aaa	AAA
1	AA+ bis AA-	Aa1 bis Aa3	AA+ bis AA-
2	A+ bis A-	A1 bis A3	A+ bis A-
3	BBB+ bis BBB-	Baa1 bis Baa3	BBB+ bis BBB-
4	BB+ bis BB-	Ba1 bis Ba3	BB+ bis BB-
5	B+ bis B-	B1 bis B3	B+ bis B-
6	< CCC+	< Caa1	< CCC+

Quelle: BaFin, Solvency II-Richtlinie (Richtlinie 2009/138/EG geändert durch die Richtlinie 2014/51/EU), Universität Oldenburg; Technische Hochschule Köln

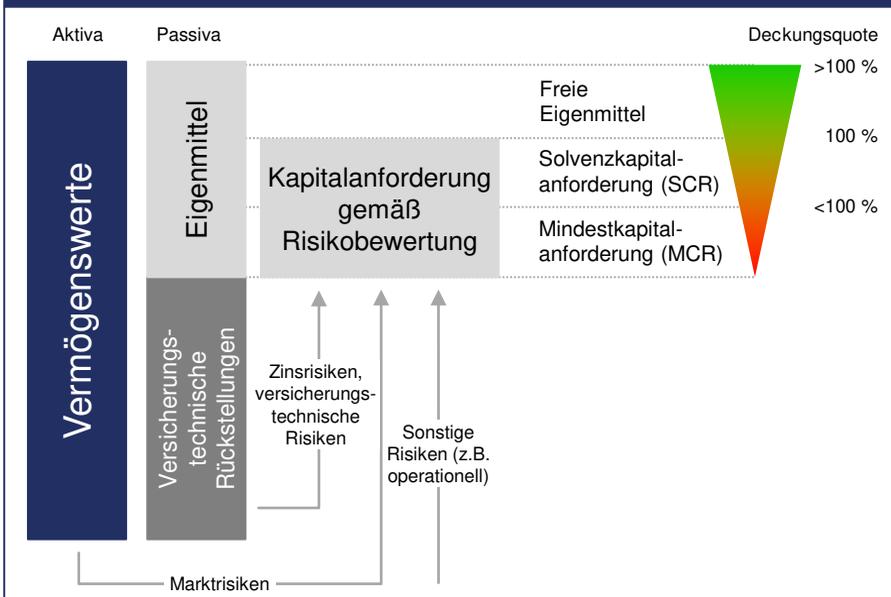
## Stressfaktoren werden zur Berechnung des Solvency Capital Requirement herangezogen, Private Debt bietet als Anlageklasse Vorteile bzgl. der Eigenkapitalmittelunterlegung

### Solvenzkapital und Attraktivität von Private Debt

#### Berechnung der Solvenzkapitalanforderungen (SCR)



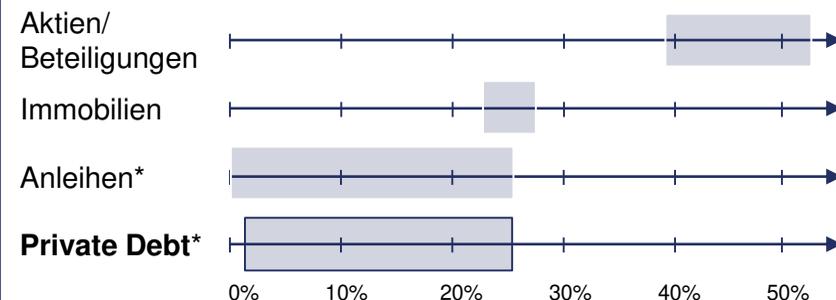
#### Die Solvency II-Bilanz



#### Attraktivität von Private Debt

► Debt-Instrumente sind vorteilhaft, da unter Solvency II geringere Stressfaktoren als Basis für die Berechnung der Eigenkapitalanforderungen angesetzt werden

#### Vergleich der Schock-/ Stressfaktoren des Marktrisikos:



\* In der Berechnung wurden für Private Debt und Anleihen Durationen bis 8 Jahre und ein Rating bis Bonität 4 bzw. kein Rating (Regelfall für Private Debt) angenommen

Quelle: BaFin, Solvency II-Richtlinie (Richtlinie 2009/138/EG geändert durch die Richtlinie 2014/51/EU), Universität Oldenburg; Technische Hochschule Köln

## Private Debt Funds fallen bei aktiver Verwaltung grundsätzlich unter die 15%-Beteiligungsquote des § 13b AnIV

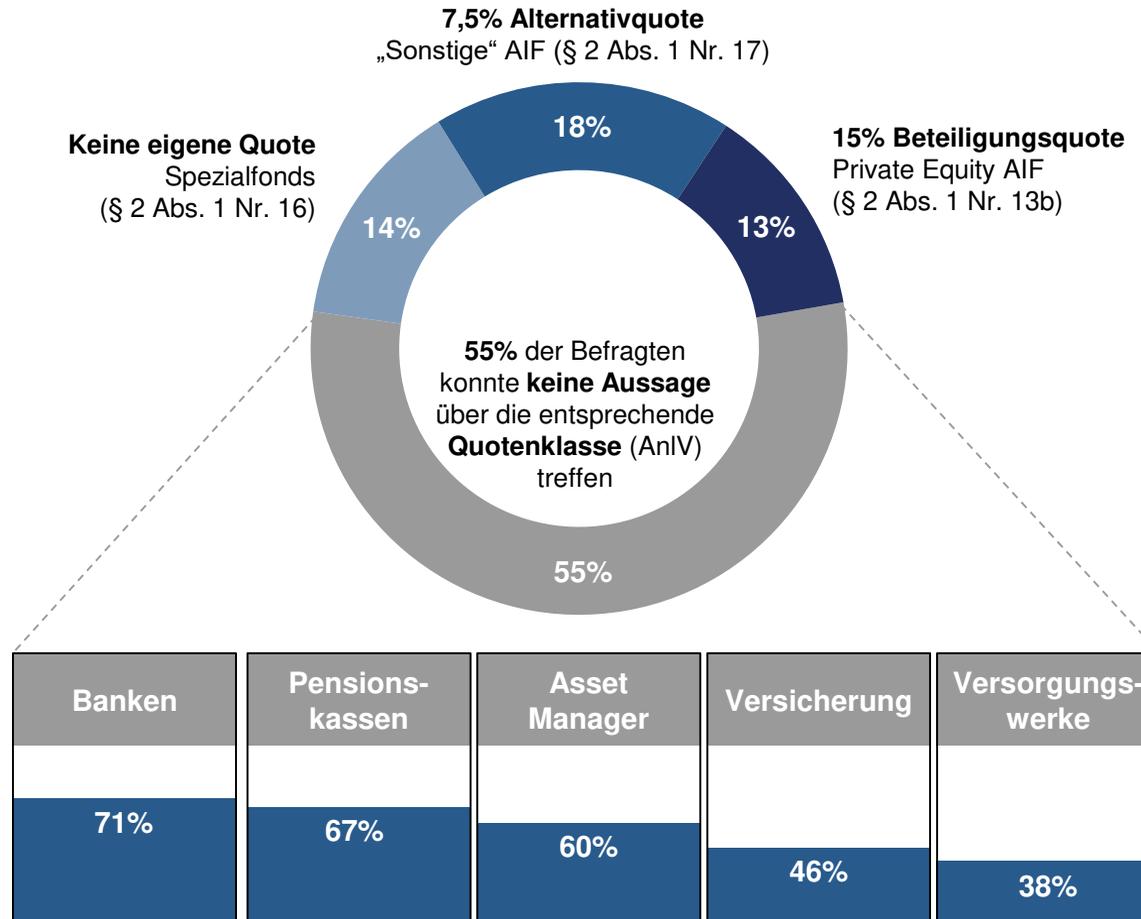
### Rechtliche Einordnung nach Anlageverordnung<sup>1</sup>



1) TaylorWessing (vom 20.05.2015, Abruf am 23.04.2018); 2) Die von der BaFin dargelegte Differenzierung wirft in der Praxis Fragestellungen auf, insbesondere können sich für Investoren Zuordnungsschwierigkeiten ergeben. Weiter ist im Sinne eines Risikomanagements nach KAMaRisk auch für „passive“ Debt Funds eine Due Dilligence sowie eine laufende Überwachung notwendig.

## 55% der Befragten konnten keine Einschätzung zur Quotenklasse von Private Debt abgeben, die verbleibenden Antworten verteilen sich annähernd gleichmäßig

### Quotenklassen Nach AnIV



- ▶ Die **Mehrheit** der Teilnehmer (55%) kann **keine Einschätzung** darüber abgeben
- ▶ **13%** der Befragten ordnen Private Debt am ehesten der **15% Beteiligungsquote** zu
- ▶ Die **7,5% Alternativ-Quote** wird von **18%** als ausschlaggebend betrachtet
- ▶ Als **Spezialfonds** ohne eigene Quote wird Private Debt zu **14%** kategorisiert

Quelle: CFin (2017)

- **Ziele und Methodik**
  - **Definition und Einordnung**
    - Begriffsdefinition Private Debt
    - Einordnung und Abgrenzung
  - **Strukturelle und rechtliche Rahmenbedingungen**
    - Wachstumstreiber
    - Einflüsse der Regulatorik
  - **Markt- und Wettbewerbsanalyse**
    - **Markttrends Private Debt**
    - Geografische Marktentwicklung
    - Ausgestaltung nach Underlying
- **Anforderungen und Erwartungen institutioneller Investoren**
    - Erfolgsfaktoren und Hemmnisse für Private Debt
    - Anforderungen an Emittenten
  - **Fazit/ Key Learnings**

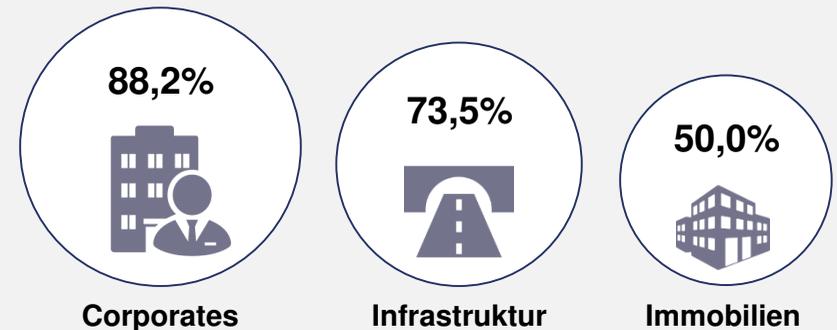
## 64% der Teilnehmer haben sich in der Vergangenheit mit Private Debt auseinandergesetzt, bevorzugte Underlying sind Corporates und Infrastruktur

### Private Debt

#### Auseinandersetzung mit Private Debt



#### Investition nach Underlying



#### Erstmalige Investition in Private Debt



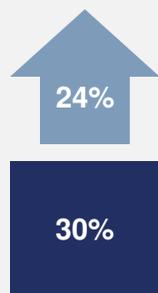
- ▶ **68%** haben sich **intensiv/ weniger intensiv** mit der Anlageklasse Private Debt auseinandergesetzt
- ▶ **Corporates** (88,2%) als **hauptsächliches Underlying** von Private Debt, gefolgt von **Infrastruktur** (73,5%)
- ▶ **Zeitpunkt** erster Investition in Private Debt insbesondere in den Jahren **2013** und **2014**

Quelle: CFin (2017)

## Mehr als drei Viertel der Befragten sammelten in der Vergangenheit positive Erfahrungen mit Private Debt, insbesondere Pensionskassen sind sehr zufrieden mit der Anlageklasse

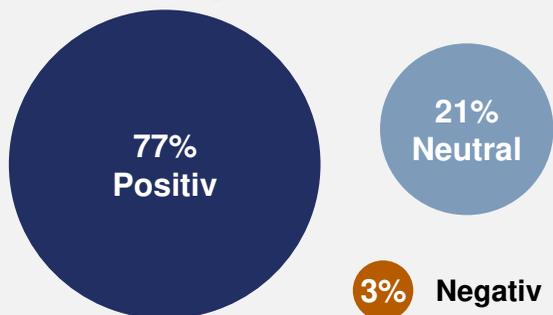
### Erfahrungen mit Private Debt

#### - Erfahrungen mit Private Debt -



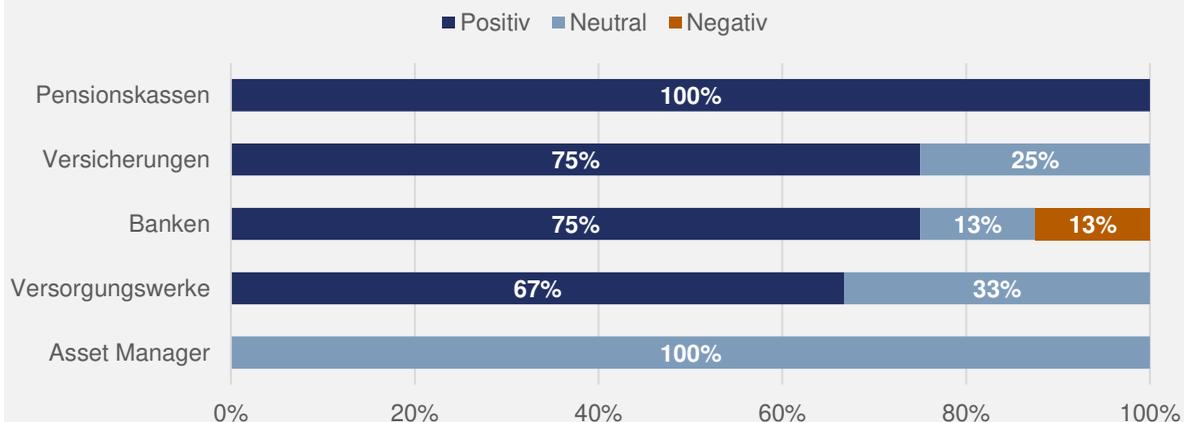
24% planen zukünftig Private Debt in das Portfolio aufzunehmen

30% der befragten Investoren **halten** heute bereits **Private Debt** im Portfolio



- ▶ 77% der Befragten haben ausschließlich **positive** Erfahrungen mit Private Debt gesammelt
- ▶ Lediglich **3%** der Teilnehmer mit **negativer** Kritik
- ▶ 21% haben eine **neutrale** Sicht

#### - Erfahrungen nach Unternehmensart -



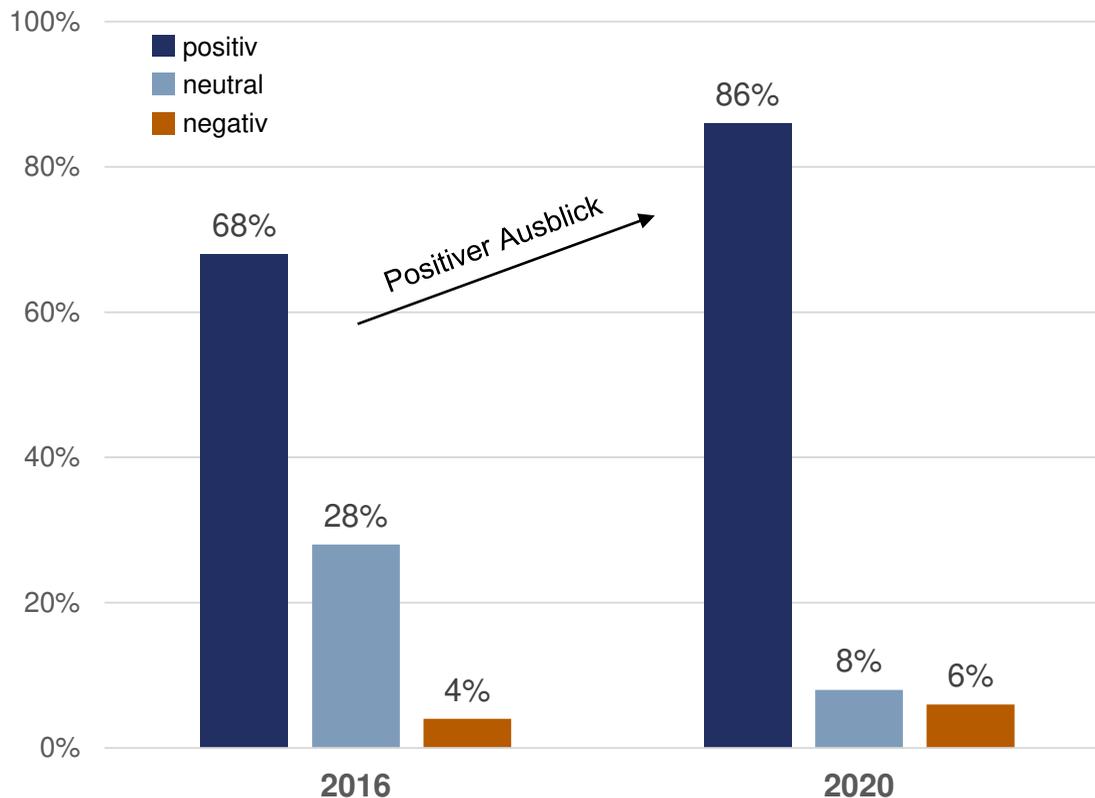
- ▶ **Pensionskassen** mit durchweg (100%) positiven Erfahrungen
- ▶ **Asset Manager** mit ausschließlich **neutraler** Bewertung
- ▶ Unternehmen mit **10 – 30 Mrd. Euro Assets under Management** mit 100% positiven Erfahrungen
- ▶ Unternehmen mit **> 50 Mrd. Euro AuM** mit **geringster Zufriedenheit** (60% positive Erfahrungen)

Quelle: CFin (2017)

## Investoren schätzen die Marktentwicklung bis 2020 äußerst positiv ein

### Wahrnehmung und Einschätzung

#### - Einschätzung zu Private Debt -



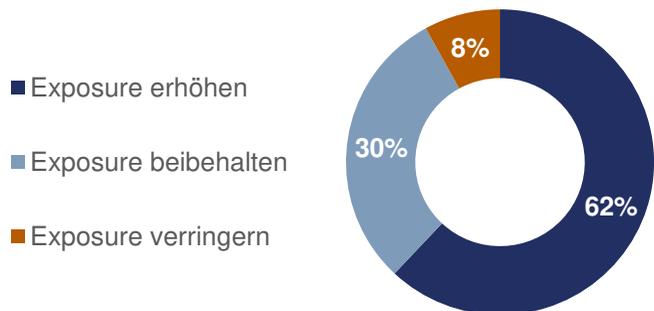
- ▶ **68%** der Investoren nehmen den Private Debt-Markt insgesamt positiv wahr
- ▶ **66%** bestätigten für 2016/ 2017, dass ihre Erwartungen in Bezug auf Private Debt-Anlagen erfüllt wurden
- ▶ Mehrheit der Investoren (**86%**) erwartete für die kommenden fünf Jahre einen signifikanten bzw. stetigen **Anstieg**
- ▶ Lediglich **6%** gingen von einer **Verschlechterung** der Marktbedingungen aus

Quelle: Intermediate Capital Managers Limited; Prequin

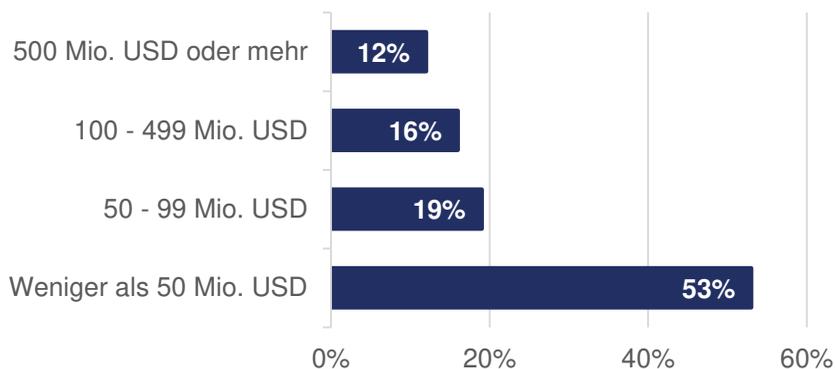
## Knapp zwei Drittel der Investoren streben eine langfristige Erhöhung des Private Debt-Exposures an, präferierte Fondslaufzeiten liegen bei drei bis sieben Jahren

### Investitionsplanung

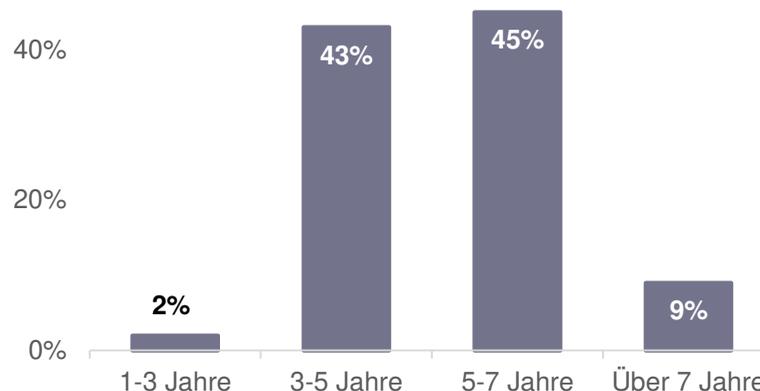
#### - Langfristige Investitionsabsichten -



#### - Investitionsplanung für 2018 -



#### - Präferierte Fonds-Laufzeiten -



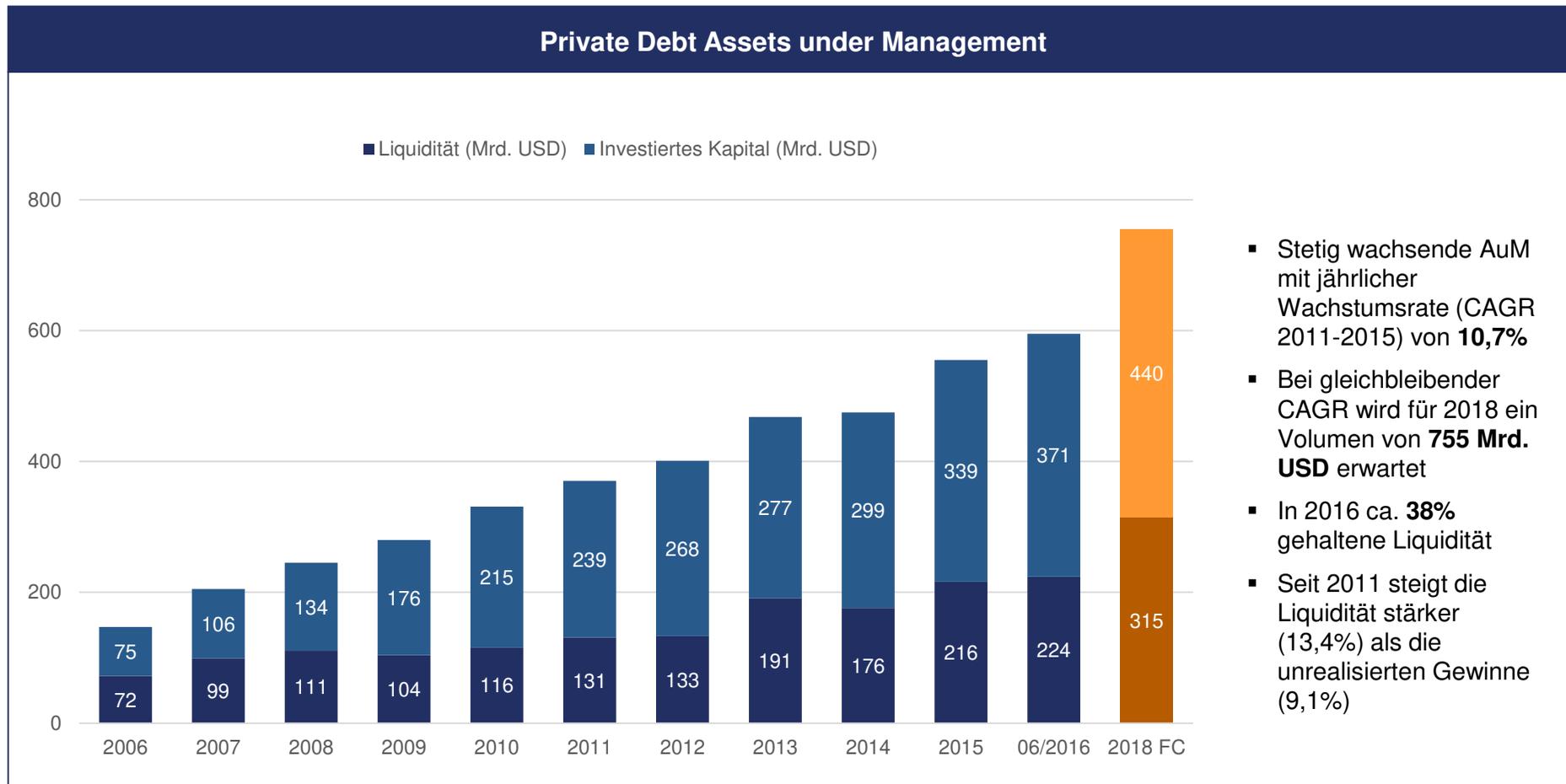
- ▶ Eine absolute Mehrheit (**62%**) strebt langfristig eine Erhöhung des Private Debt Exposures an
- ▶ **53%** der Investoren visieren ein Neuvolumen von **bis zu 50 Mio. USD** für den Zeitraum 09/2017 – 09/2018 an
- ▶ **12%** planen sogar mehr als 500 Mio. USD zu investieren
- ▶ **88%** präferieren den Laufzeitbereich 3 bis 7 Jahre

Quelle: Intermediate Capital Managers Limited, Preqin

- **Ziele und Methodik**
- **Definition und Einordnung**
  - Begriffsdefinition Private Debt
  - Einordnung und Abgrenzung
- **Strukturelle und rechtliche Rahmenbedingungen**
  - Wachstumstreiber
  - Einflüsse der Regulatorik
- **Markt- und Wettbewerbsanalyse**
  - Markttrends Private Debt
  - **Geografische Marktentwicklung**
  - Ausgestaltung nach Underlying
- **Anforderungen und Erwartungen institutioneller Investoren**
  - Erfolgsfaktoren und Hemmnisse für Private Debt
  - Anforderungen an Emittenten
- **Fazit/ Key Learnings**

## Mit einem CAGR knapp 11% ist das weltweite Volumen der Assetklasse Privat Debt in den Jahren 2011 bis 2015 stark gestiegen

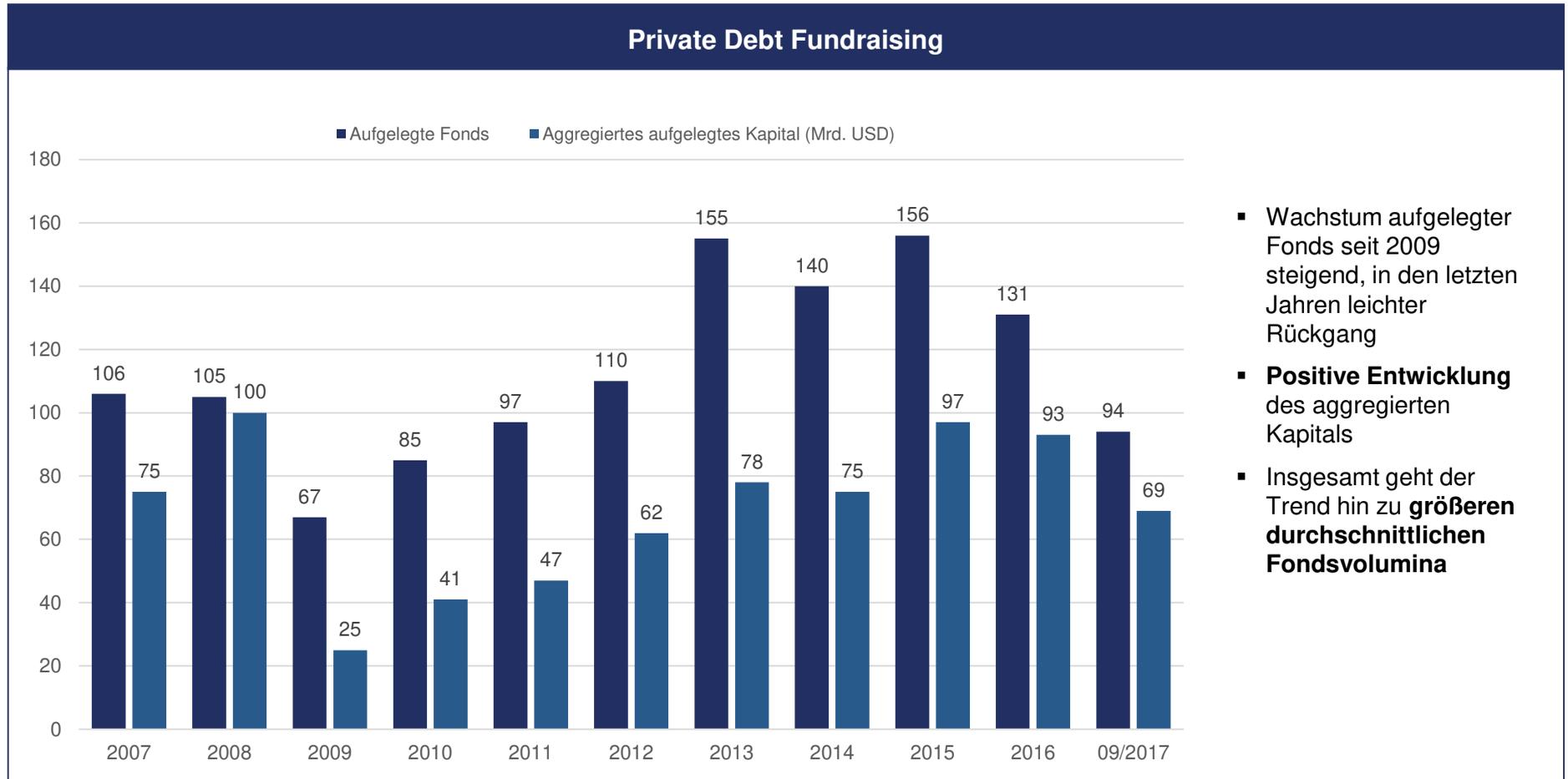
### Marktvolumen Private Debt weltweit (1/2)



Quelle: Preqin

## Es wird ein starkes Wachstum am Private Debt Markt verzeichnet, mit einer Tendenz zu größeren durchschnittlichen Fondsvolumina

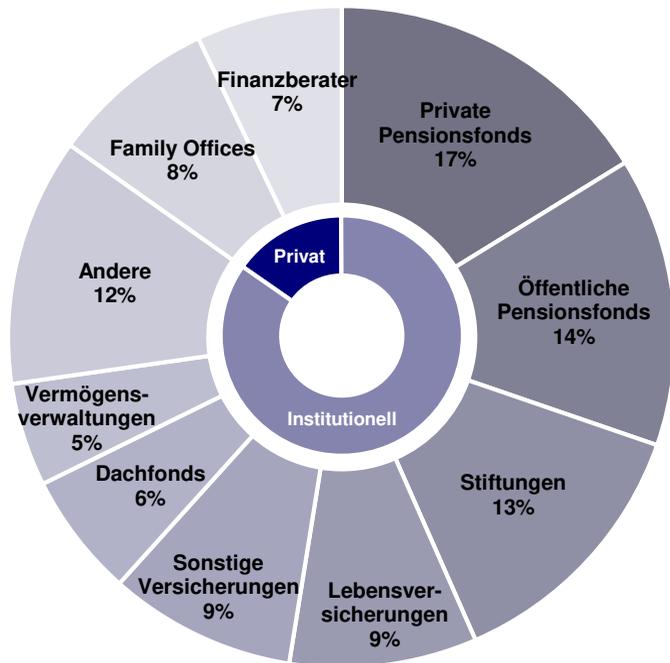
### Marktvolumen Private Debt weltweit (2/2)



Quelle: Preqin

## Als Hauptakteure im Private Debt-Markt treten private und staatliche Pensionsfonds sowie Stiftungen auf, diese investieren zum Teil im zweistelligen Milliardenbereich

### Investoren und Fonds weltweit



- ▶ Institutionelle Investoren mit **85%** deutlich vor Privatinvestoren
- ▶ Private und öffentliche Pensionskassen als **größte Investorengruppen**
- ▶ Versicherungen mit **18%** im Mittelfeld

### Top 5 Investoren 2017

Investor	Typ	Allokation
TIAA	Privater Pensionsfonds	\$ 25,9 Mrd.
Partners Group	Privater Equity-Dachfonds	\$ 11,6 Mrd.
CPP Investment Board	Öffentlicher Pensionsfonds	\$ 9,5 Mrd.
FMO Netherlands	Staatliche Behörde	\$ 7,7 Mrd.
CalPERS	Öffentlicher Pensionsfonds	\$ 5,0 Mrd.

### Top 5 Private Debt Fonds 2017

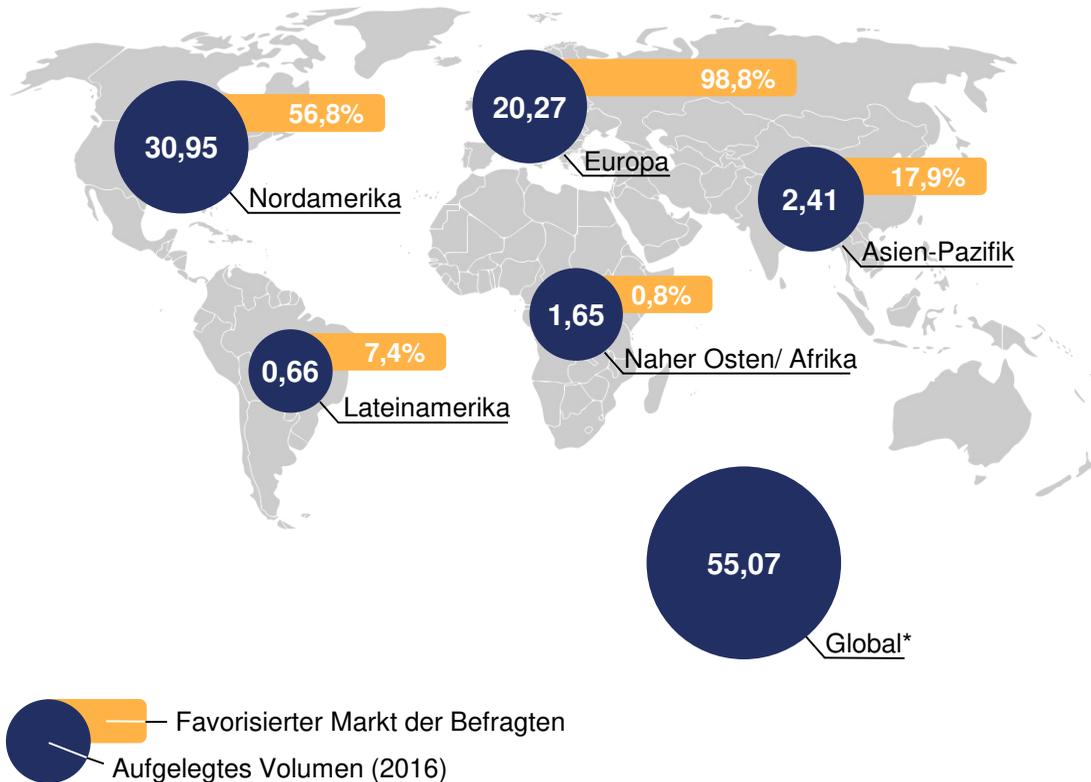
Fonds	Fokus	Zielvolumen
3G Special Situations Fund V	Nordamerika	\$ 10,0 Mrd.
GS Mezzanine Partners VII	Nordamerika	\$ 10,0 Mrd.
GSO Capital Sol. Fund III	Nordamerika	\$ 6,5 Mrd.
Apollo Europ. Princ. Fin. Fund III	Europa	\$ 4,0 Mrd.
Park Square Capital SMBC JV	Europa	\$ 4,0 Mrd.

Quelle: Preqin

## Nordamerika und Europa sind die größten Märkte für Kreditfonds, im Jahr 2016 wurde allein hier ein Fondsvolumen von mehr als 51 Mrd. USD aufgelegt

### Geografischer Fokus der im Jahr 2016 aufgelegten Kreditfonds

in Mrd. US\$

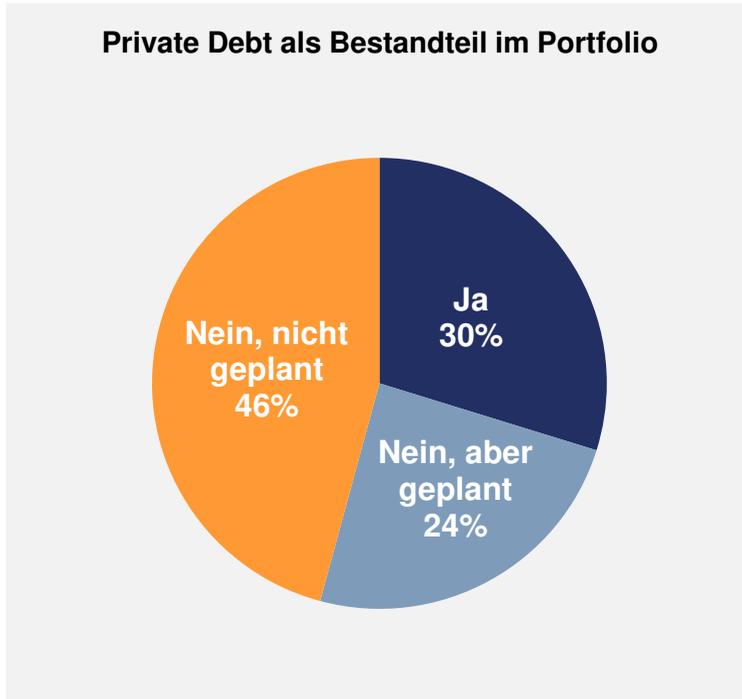


- ▶ Insgesamt wurden im Jahr 2016 mehr als **111 Mrd. USD** für Kreditfonds eingesammelt
- ▶ Diese investieren zum Großteil in die Märkte **Nordamerika** und **Europa** oder sind **global** aufgestellt
- ▶ Lateinamerika, der Nahe Osten und die Asien-Pazifik Region von untergeordneter Bedeutung
- ▶ **Schwellenländer** machen mit **3%** am gesamten investierten Kapital nur einen Bruchteil aus
- ▶ Annähernd alle institutionellen Investoren (**98,9%**) wählen **Europa** als Anlageschwerpunkt
- ▶ **Nordamerika** wird von gut der Hälfte (56,8%) fokussiert

Quelle: PEI Media Group Ltd., CFin (2017) \* Globale Fonds investieren in zwei oder mehreren Regionen

## Pensionskassen halten mit 10% den größten durchschnittlichen Anteil an Alternative Assets im Verhältnis zu den Assets under Management

### Private Debt in Deutschland (1/3)



Portfoliobestandteile	Alternative Assets (% der AuM)	Private Debt (% der AuM)	Sponsored Corporate Debt (% der AuM)
<b>Gesamt</b>	<b>4,5%</b>	<b>1,3%</b>	<b>0,6%</b>
Banken	4,5%	1,3%	0,6%
Versicherungen	8,2%	2,2%	1,1%
Pensionskassen	9,9%	1,9%	0,5%
Versorgungswerke	8,0%	0,8%	0,3%
Asset Manager	3,5%	0,2%	0,0%

- ▶ **30%** der Umfrageteilnehmer **halten Private Debt** im Portfolio, weitere 24% planen eine Investition zu tätigen
- ▶ Durchschnittlich halten die Unternehmen **4,5%** der Assets under Management an **Alternative Assets**, bei Pensionskassen machen diese rund 10% des Portfolios aus
- ▶ **Private Debt** mit Anteilen **zwischen 0,2% und 2,2%** vertreten, etwa die Hälfte davon in Sponsored Corporate Debt

Quelle: CFin (2017)

## Deutsche Private Debt-Investoren halten aggregierte Assets under Management von 1,7 Billionen USD und investieren davon durchschnittlich 3% in Private Debt

### Private Debt in Deutschland (2/3)



Private Debt Investoren in Deutschland verwalteten in 2016 aggregierte Assets under Management von 1,7 Bill. USD



Durchschnittliche Allokation in Private Debt der gesamten Assets under Management

### Vier größte Private Debt Fonds (2016)

- |   |  |   |  |
|---|--|---|--|
| <b>1</b> <b>Prime Capital Opportunities Fund</b><br>Dachfonds<br>Volumen: <b>\$332 Mio.</b> | <b>2</b> <b>YIELCO Special Situations</b><br>Dachfonds<br>Volumen: <b>\$200 Mio.</b> | <b>3</b> <b>Rantum Private Debt Fund I</b><br>Mezzanine<br>Volumen: <b>\$111 Mio.</b> | <b>4</b> <b>Novum Capital I</b><br>Special Situations<br>Volumen: <b>\$83 Mio.</b> |
|---|--|---|--|

### Vier größte Private Debt Investoren (2017)

- |   |  |   |   |
|---|--|---|---|
| <b>1</b> <b>Golding Capital Partners</b><br>Dachfonds-Manager (München)<br>Volumen: <b>\$2,9 Mrd.</b> | <b>2</b> <b>Prime Capital</b><br>Asset Manager (Frankfurt)<br>Volumen: <b>\$1,5 Mrd.</b> | <b>3</b> <b>Talanx Asset Management</b><br>Asset Manager (Köln)<br>Volumen: <b>\$1,5 Mrd.</b> | <b>4</b> <b>E.on</b><br>Corporate Investor (Düsseldorf)<br>Volumen: <b>\$1,5 Mrd.</b> |
|---|--|---|---|

### Vier größte Private Debt Fonds Manager nach Kapitalbeschaffung der letzten 10 Jahre (2017)

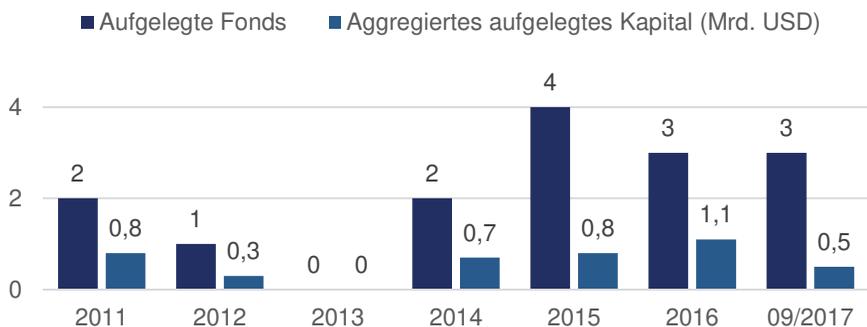
- |  |   |  |  |
|--|---|--|--|
| <b>1</b> <b>HBCS Trinkaus &amp; Burkhardt</b><br>Strategie: Direct Lending<br>(Düsseldorf)<br>Volumen: <b>\$1.350 Mio.</b> | <b>2</b> <b>IKB Asset Management</b><br>Strategie: Direct Lending,<br>Mezzanine<br>(Düsseldorf)<br>Volumen: <b>\$873 Mio.</b> | <b>3</b> <b>Golding Capital Partners</b><br>Strategie: Direct Lending,<br>Mezzanine Distressed Debt<br>(München)<br>Volumen: <b>\$807 Mio.</b> | <b>4</b> <b>Orlando Management</b><br>Strategie: Direct Lending Special<br>Situations<br>(München)<br>Volumen: <b>\$651 Mio.</b> |
|--|---|--|--|

Quelle: Preqin

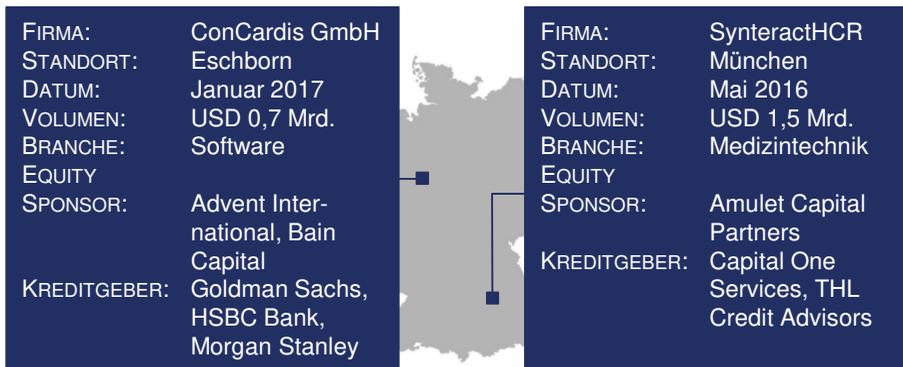
## Seit 2011 wurden in Deutschland 15 Private Debt Fonds aufgelegt, der Großteil (63%) wird als Teil einer Private Equity-Allokation investiert

### Private Debt in Deutschland (3/3)

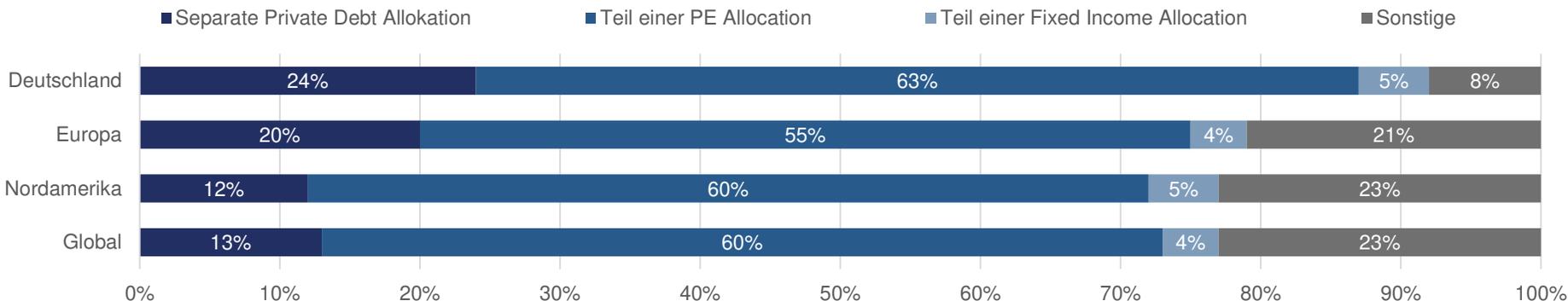
#### - Private Debt Fundraising mit deutschen Underlying -



#### - Beispielhafte Deals mit deutschen Underlying -



#### - Allokation nach Investorstandort -

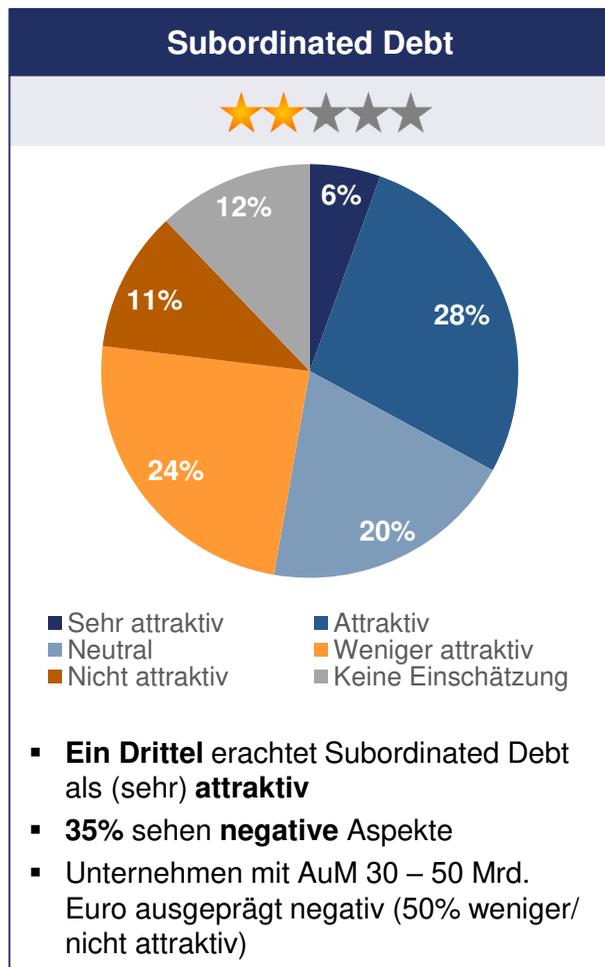
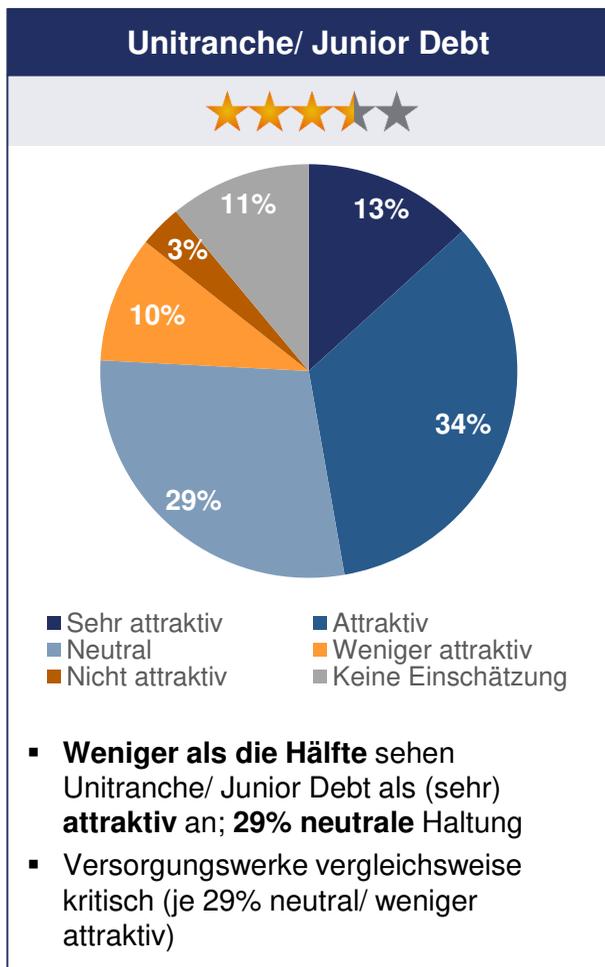
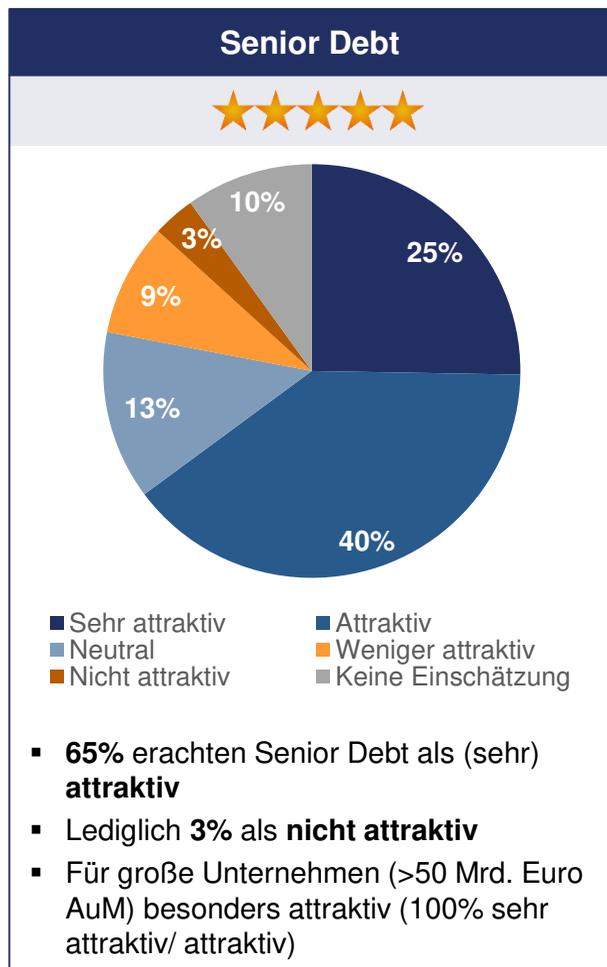


Quelle: Preqin

- **Ziele und Methodik**
- **Definition und Einordnung**
  - Begriffsdefinition Private Debt
  - Einordnung und Abgrenzung
- **Strukturelle und rechtliche Rahmenbedingungen**
  - Wachstumstreiber
  - Einflüsse der Regulatorik
- **Markt- und Wettbewerbsanalyse**
  - Markttrends Private Debt
  - Geografische Marktentwicklung
  - **Ausgestaltung nach Underlying**
- **Anforderungen und Erwartungen institutioneller Investoren**
  - Erfolgsfaktoren und Hemmnisse für Private Debt
  - Anforderungen an Emittenten
- **Fazit/ Key Learnings**

## Senior Debt als attraktivste Anlageform, gefolgt von Unitranche/ Junior Debt, Subordinated Debt weniger attraktiv

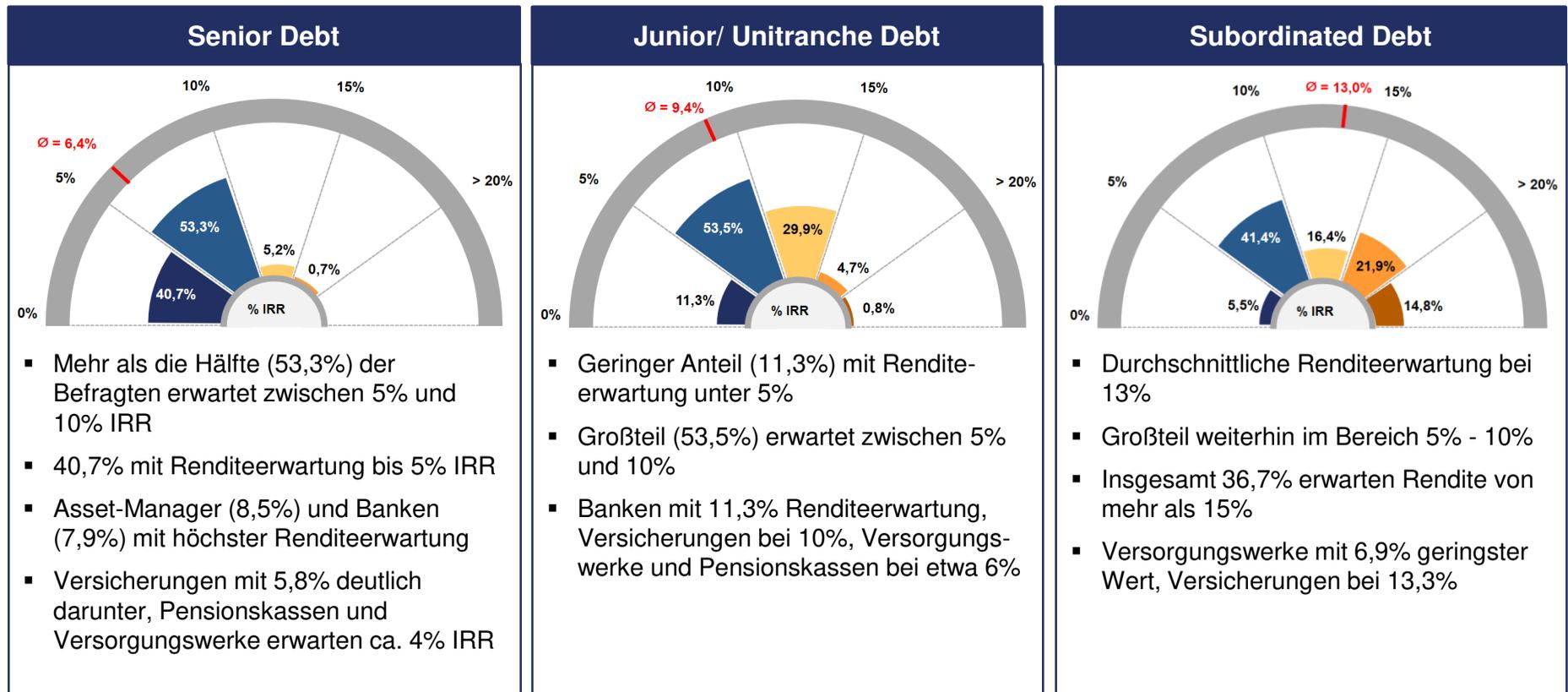
### Attraktivität verschiedener Typen von Private Debt



Quelle: CFin (2017)

## Mit zunehmendem Risiko der Underlying erhöht sich die durchschnittliche Renditeerwartung der Investoren, durchschnittliche Abweichungen zwischen Erst- und Zweitmarkt sind marginal

### Überblick Renditeerwartungen



Die Erwartungen im Erst- und Zweitmarkt divergieren lediglich um wenige Basispunkte

Quelle: CFin (2017)

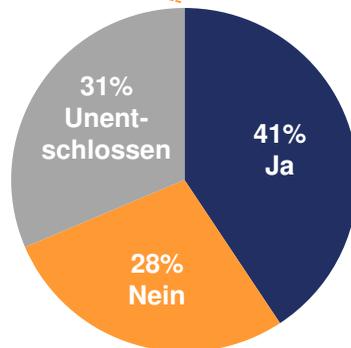
## Lediglich 8% haben bereits Private Debt im Zweitmarkt erworben, dieser wird jedoch von der Mehrheit positiv beurteilt

### Attraktivität von Secondaries

- Bereits in  
Secondaries investiert-



- Potenzieller Erwerb  
bei günstigen  
Marktopportunitäten -

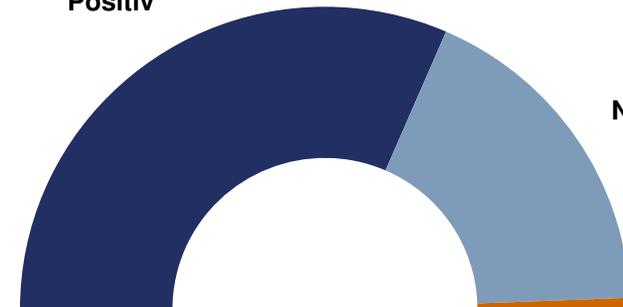


- Lediglich **8%** haben in der Vergangenheit **in Secondaries investiert**
- Insbesondere **Pensionskassen** und **Versorgungswerke** würden bei entsprechenden Opportunitäten **erwerben**

- Bevorzugung des Zweitmarkts -

Aufgrund verfügbarer Informationen über Kredite  
und höherer Transparenz

63%  
Positiv



- **63%** erachten die Vorzüge des Zweitmarkts **als positiv** und würden diesen daher bevorzugen
- Besonders positiv: Versicherungen (77%) und Pensionskassen (71%)

Quelle: CFin (2017)

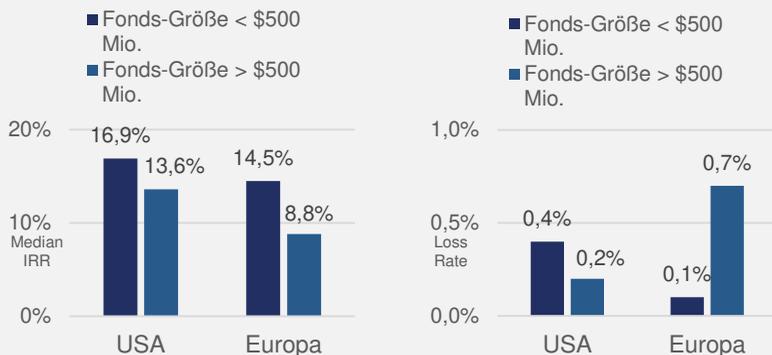
## Höchste Renditen bei kleineren Fonds aus den USA – aus Risikogesichtspunkten empfiehlt sich die Anlage in Mid Market Loans

### Performance und Risiko

Kriterium	USA	Europa
∅ Finanzierungsvolumen	12,6 Mio. USD	18,5 Mio. USD
∅ Duration	4 Jahre 2 Monate	3 Jahre 11 Monate
Brutto IRR		
- Median	14,6%	8,9%
- Top Quartil	20,2%	14,2%
Verlustquote (% vom investierten Kapital)	8,0%	6,8%

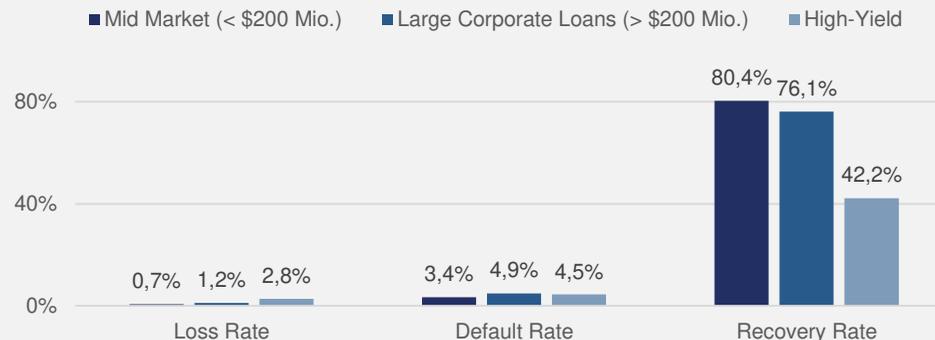
- ▶ Durchschnittliches Finanzierungsvolumen in Europa um **47% höher** als in den USA
- ▶ Median Brutto IRR in den USA um **5,7%-Punkte höher** als in Europa
- ▶ Verlustquote liegt in Europa bei **6,8%** des investierten Kapitals

### Performance und Risiko nach Fondsgröße



- ▶ In beiden Regionen können kleinere Fonds mit einer besseren Performance überzeugen
- ▶ Die Verlustquoten auf Fondsebene tendieren gegen Null

### Verluststatistiken nach Anlageschwerpunkt

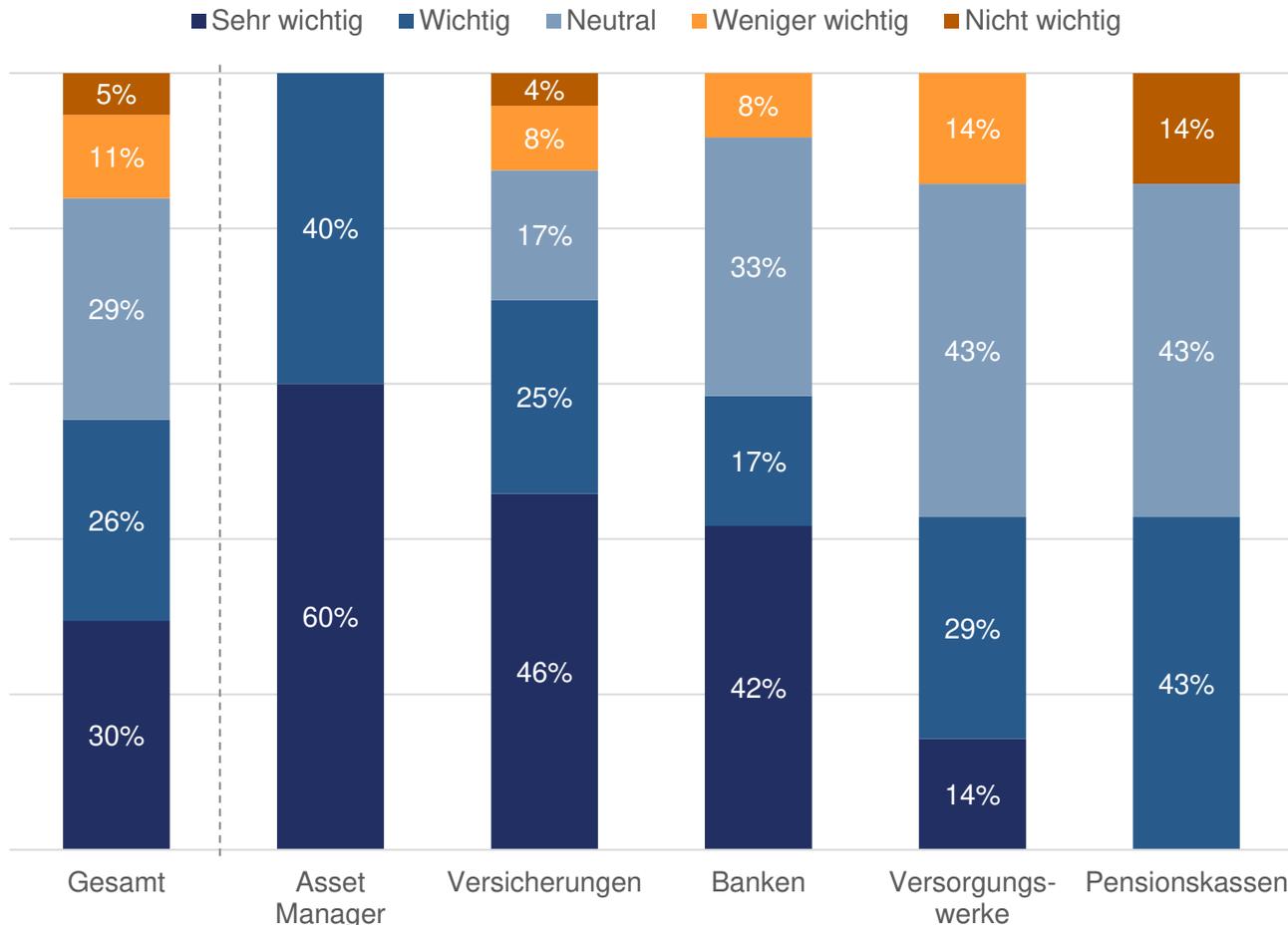


- ▶ Mid Market Loans mit deutlich besseren Risikokennzahlen als große Unternehmenskredite und High Yield-Investitionen

Quelle: BVAI; CEPRES; Yielco. Renditen auf Fondsebene; Verlustquoten auf Transaktionsebene; Abruf: 2016/ 2017

## Knappe Mehrheit der Befragten spricht sich für die Bewertung der Underlying aus, besonders stark von Asset Managern und Versicherungen nachgefragt

### Rating der Underlying von Private Debt



- ▶ Für insgesamt **56%** der Teilnehmer ist das Rating **(sehr) wichtig**, für 16% (weniger) wichtig
- ▶ **Asset Manager** und **Versicherungen** wünschen sich verstärkt die Bewertung der Underlying
- ▶ Für die Mehrheit der **Versorgungswerke** und **Pensionskassen** ist das Rating von untergeordneter Bedeutung

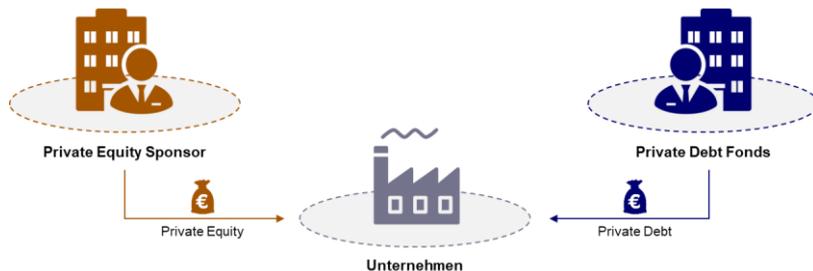
Quelle: CFIn (2017)

## Sponsored Deals in Europa deutlich stärker vertreten, Un-sponsored Corporate Debt mit überproportionalem Wachstum

### Sponsored vs. Un-sponsored Corporate Debt (1/2)

#### Sponsored Corporate Debt

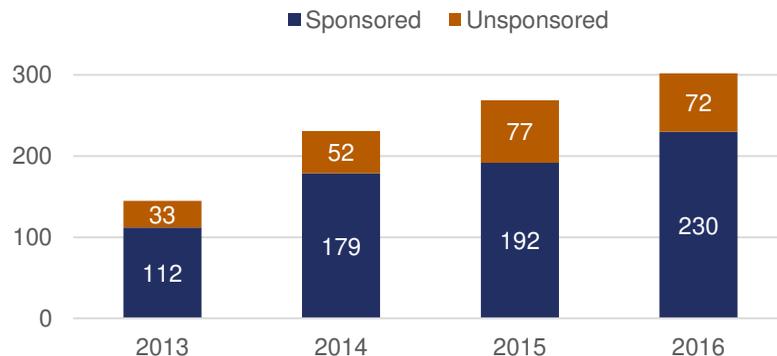
- Finanzierung von Unternehmen, die von Private Equity Fonds gehalten werden



#### Aktuelle Entwicklung

- Anteil durch Private Equity gehaltener Firmen gering, dadurch Sponsored Debt mit hoher Liquidität und Druck auf das Pricing
- Nachfrage nach Private Debt steigt weiter, daher überproportionale Entwicklung des Un-sponsored Marktes
- Un-sponsored Transaktionen i.d.R. mit geringerem Volumen und schwierigerer Kapitalbeschaffung
- Verschuldungsgrade (Verbindlichkeiten/ EBITDA) steigen weltweit an und Lockerung der Covenants
- Trend geht zu Fondsmanagern, die beide Märkte bedienen

#### Private Debt Transaktionsanzahlen in Europa



- Steigende Anzahl Private Debt Transaktionen in Europa: **27,1% CAGR** (2013 – 2016)
- Un-sponsored Transaktionen steigen etwas stärker (**29,7%**) als Sponsored Transaktionen (**27,7% CAGR**)
- Situation USA: Stärkerer Trend zu Un-sponsored Transaktionen mit bereits ca. **40%** in diesem Segment gegenüber ca. **25%** in Europa

Quelle: Deloitte; Eaton Partners LLC

### Sponsored Corporate Debt bietet bessere Due Diligence und geringeres Risiko durch Einbindung der Private Equity-Manager

#### Sponsored vs. Un-sponsored Corporate Debt (2/2)

##### Ausgestaltung

- Durchschnittlich 40% Private Equity und 60% Privat Debt im Sponsored-Deal
- Seit 2000 variiert der Private Equity-Anteil bei Sponsored Finanzierungen zwischen 30% und 50%
- Typische Un-sponsored Funds haben geringeres Volumen (300 Mio. Euro) als Sponsored Funds (> 1 Mrd. Euro)

##### Rendite und Risiko

- Insgesamt leichte Verschlechterung der Renditen aufgrund hoher Liquidität im Private Debt-Bereich
- Un-sponsored Transaktionen bieten Zinsaufschlag (ca. 2%) gegenüber Sponsored
- Höheres Risiko im Un-sponsored Debt

##### Vorteile von Sponsored Corporate Debt

- Detaillierter Due Diligence Prozess der PE-Manager, auch durch Beauftragung von Drittfirmen und hohem Kapitaleinsatz
- Unterstützung der Unternehmensführung durch PE-Manager mit Ressourcen, operativen Partnern etc.
- PE-Sponsor mit großem Interesse an Performance des Underlying für ertragreichen Exit, ggf. Nachschießen von Eigenkapital bei Schieflagen

##### Nachteile von Sponsored Corporate Debt

- Begrenzte Zeit für eigenes Screening aufgrund schneller Beteiligungsprozesse
- Umfangreicher Auswahlprozess durch PE-Manager mit dem Ziel langer Duration, geringer Covenants, niedrigem Zins und hohem Verschuldungsgrad
- Insgesamt kleinerer Markt für Sponsored Deals
- Unsicherheit bzgl. des Nachschießens von Kapital bei Schieflagen

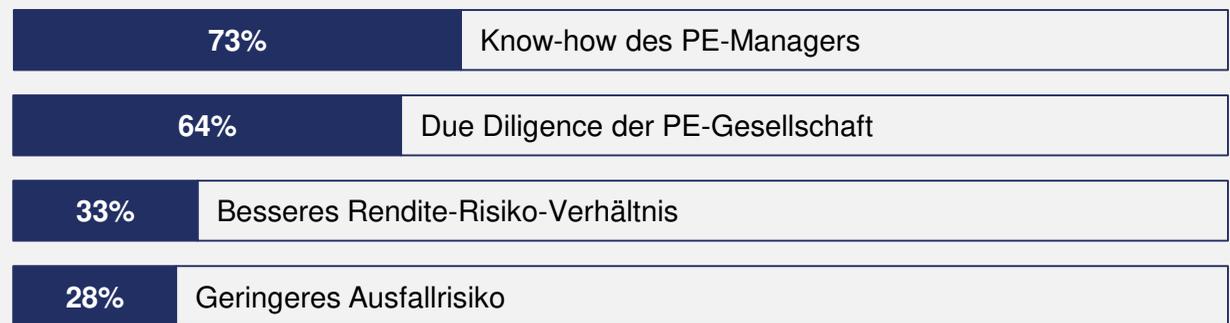
## Etwa ein Drittel würde sich für das Underlying „Sponsored Corporate Debt“ entscheiden, 43% sind unentschlossen

### Sponsored Corporate Debt als Underlying

#### - Bevorzugtes Underlying -



#### Vorzüge „Sponsored Corporate Debt“



#### Nachteile „Sponsored Corporate Debt“

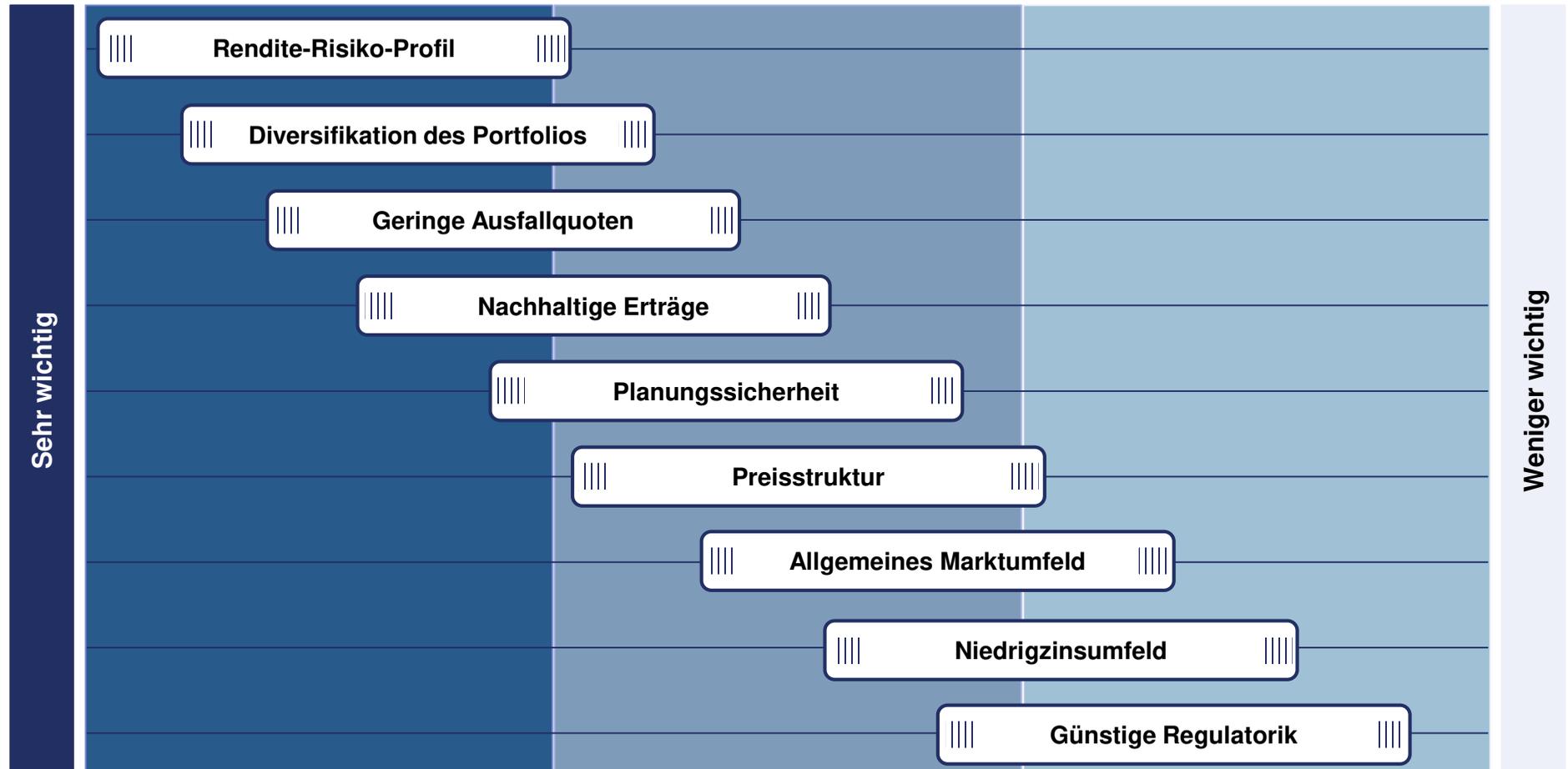


Quelle: CFin (2017)

- **Ziele und Methodik**
  - **Definition und Einordnung**
    - Begriffsdefinition Private Debt
    - Einordnung und Abgrenzung
  - **Strukturelle und rechtliche Rahmenbedingungen**
    - Wachstumstreiber
    - Einflüsse der Regulatorik
  - **Markt- und Wettbewerbsanalyse**
    - Markttrends Private Debt
    - Geografische Marktentwicklung
    - Ausgestaltung nach Underlying
- **Anforderungen und Erwartungen institutioneller Investoren**
    - **Erfolgsfaktoren und Hemmnisse für Private Debt**
    - Anforderungen an Emittenten
  - **Fazit/ Key Learnings**

## Als Erfolgsfaktoren sind das Rendite-Risiko-Profil und der diversifizierende Einfluss von Private Debt hervorzuheben, Regulatorik nur von geringer Bedeutung

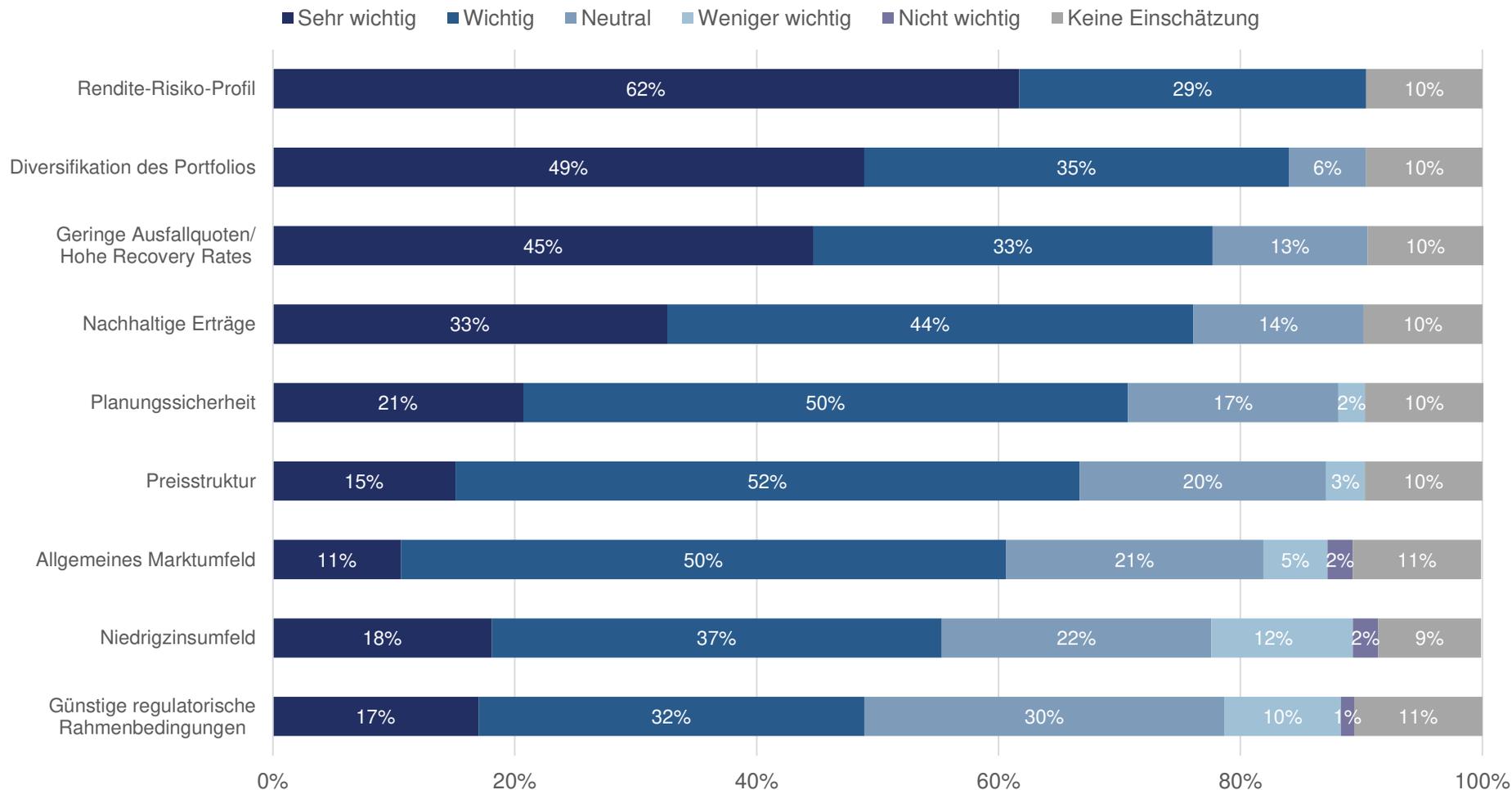
### Erfolgsfaktoren (1/2)



Quelle: CFin (2017)

## 90% erachten das Rendite-Risiko-Profil als wichtigen Erfolgsfaktor, externe Rahmenbedingungen sind eher von untergeordneter Bedeutung

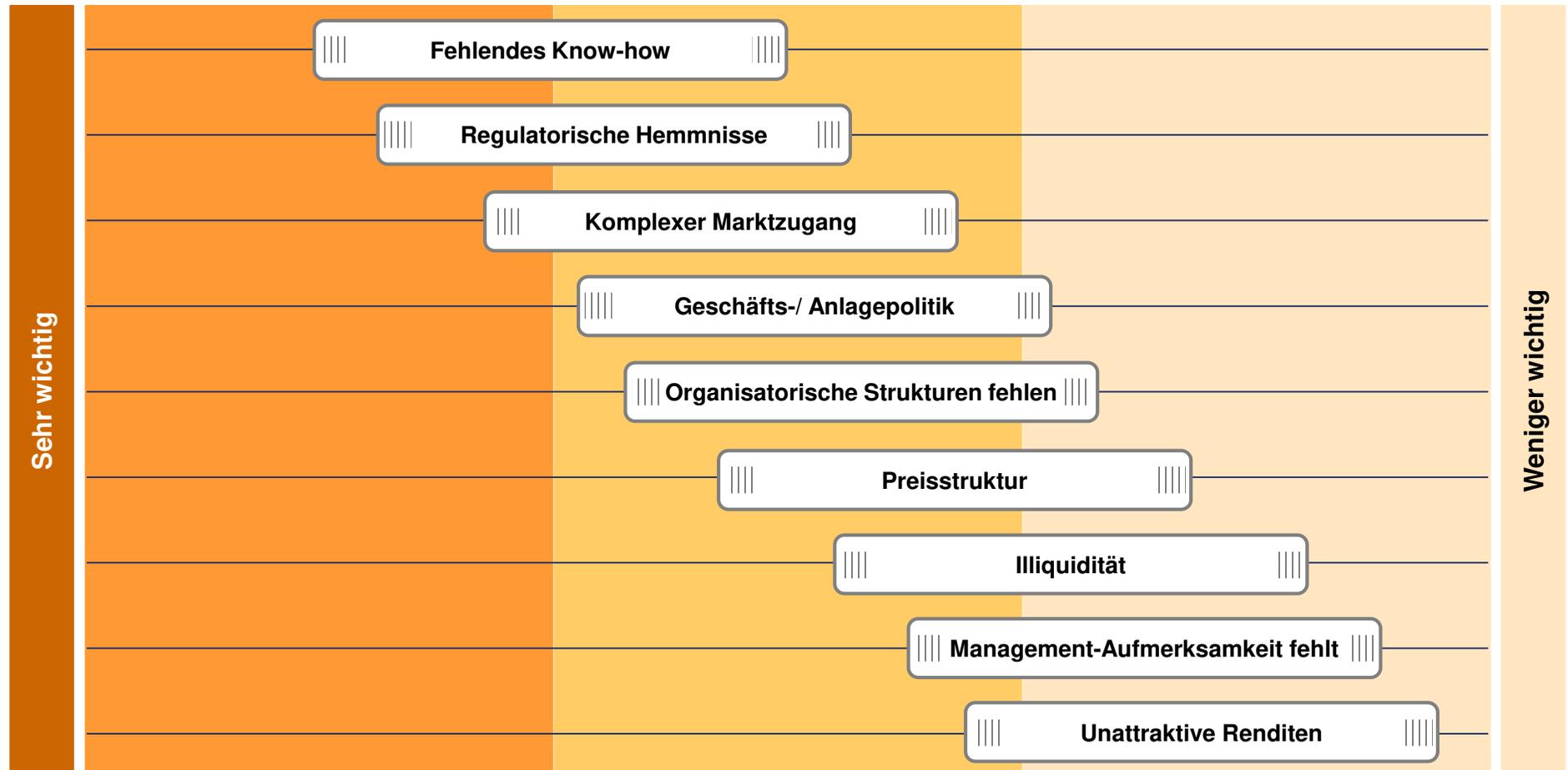
### Erfolgsfaktoren (2/2)



Quelle: CFin (2017)

## Fehlendes Know-how in den Fachabteilungen und Regulatorik sind größte Hemmnisse von Private Debt, Produkteigenschaften (Rendite, Preisstruktur, Liquidität) weniger relevant

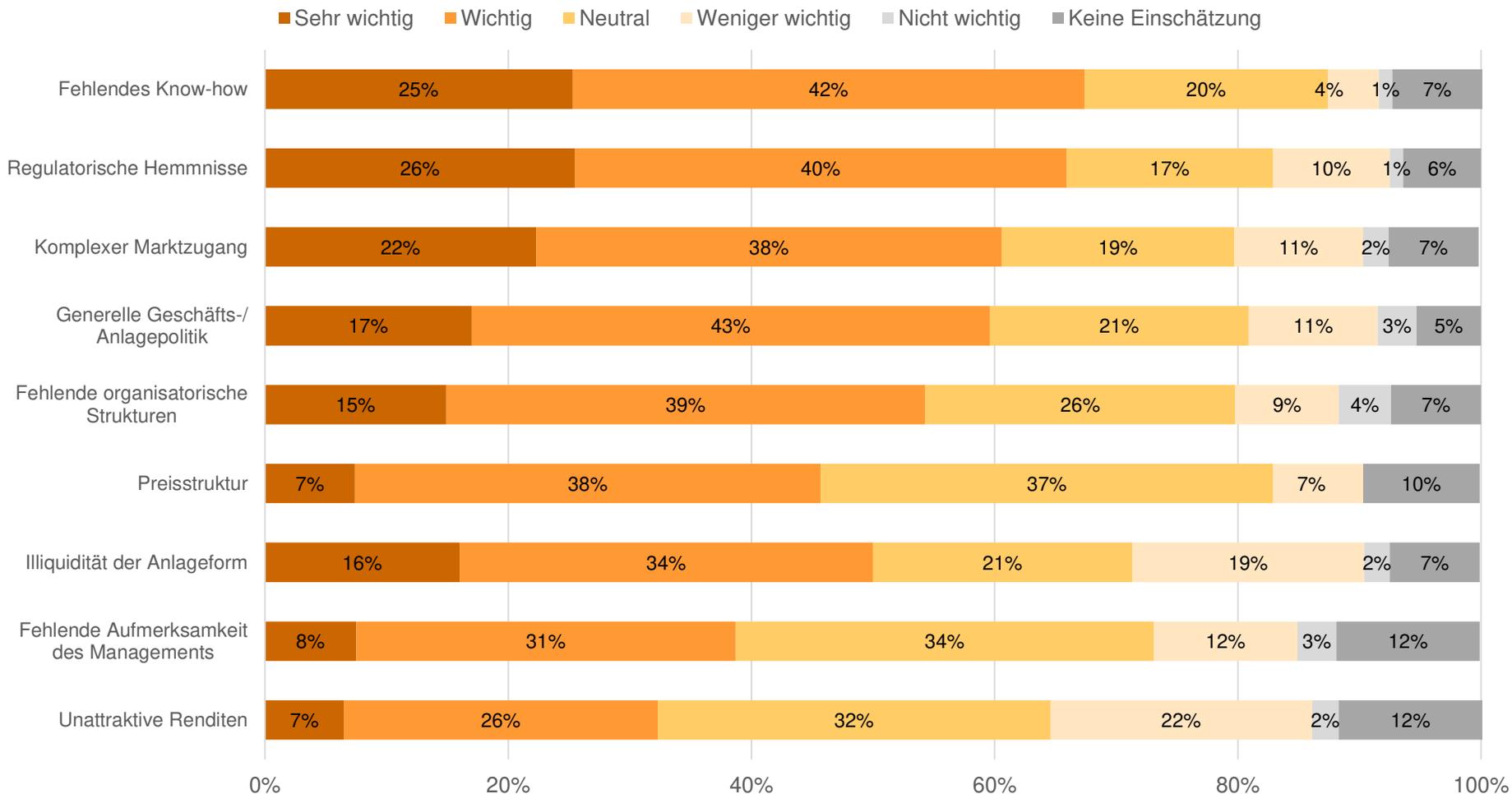
### Hemmnisse (1/2)



Quelle: CFIn (2017)

## Zwei Drittel der Teilnehmer sehen fehlendes Know-how als größtes Hemmnis von Private Debt an, gefolgt von komplexer Regulatorik

### Hemmnisse (2/2)

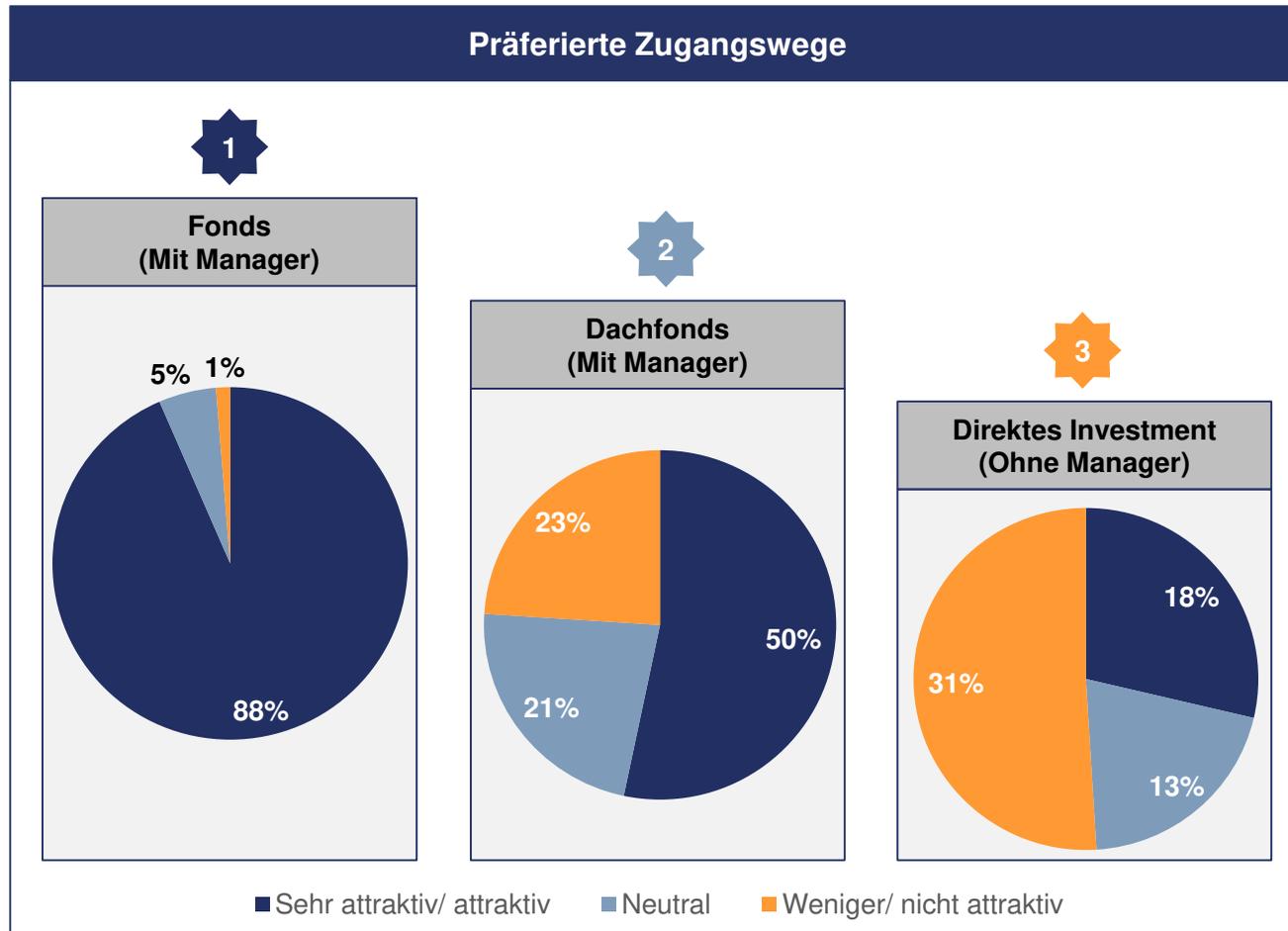


Quelle: CFin (2017)

- **Ziele und Methodik**
  - **Definition und Einordnung**
    - Begriffsdefinition Private Debt
    - Einordnung und Abgrenzung
  - **Strukturelle und rechtliche Rahmenbedingungen**
    - Wachstumstreiber
    - Einflüsse der Regulatorik
  - **Markt- und Wettbewerbsanalyse**
    - Markttrends Private Debt
    - Geografische Marktentwicklung
    - Ausgestaltung nach Underlying
- **Anforderungen und Erwartungen institutioneller Investoren**
    - Erfolgsfaktoren und Hemmnisse für Private Debt
    - **Anforderungen an Emittenten**
  - **Fazit/ Key Learnings**

## Fonds mit aktivem Management werden mit deutlichem Abstand bevorzugt (88%), direkte Investments sind weniger attraktiv (18%)

### Zugangswege Private Debt



- Fonds mit **aktivem Management** mit Abstand **attraktivster** Zugangsweg
- **50%** halten aktive **Dachfonds** für (sehr) attraktiv
- Insbesondere Banken halten Dachfonds für besonders attraktiv
- **Fonds ohne Management** werden von ca. einem Drittel der Teilnehmer als **weniger/ nicht attraktiv** angesehen, lediglich 18% sehen diese Variante positiv
- Versorgungswerke mit stärkster Abneigung gegenüber direkten Investments

Quelle: CFin (2017)

## Mit Abstand wichtigster Faktor bei der Emittenten-Wahl ist ein hochwertiger Kreditauswahlprozess

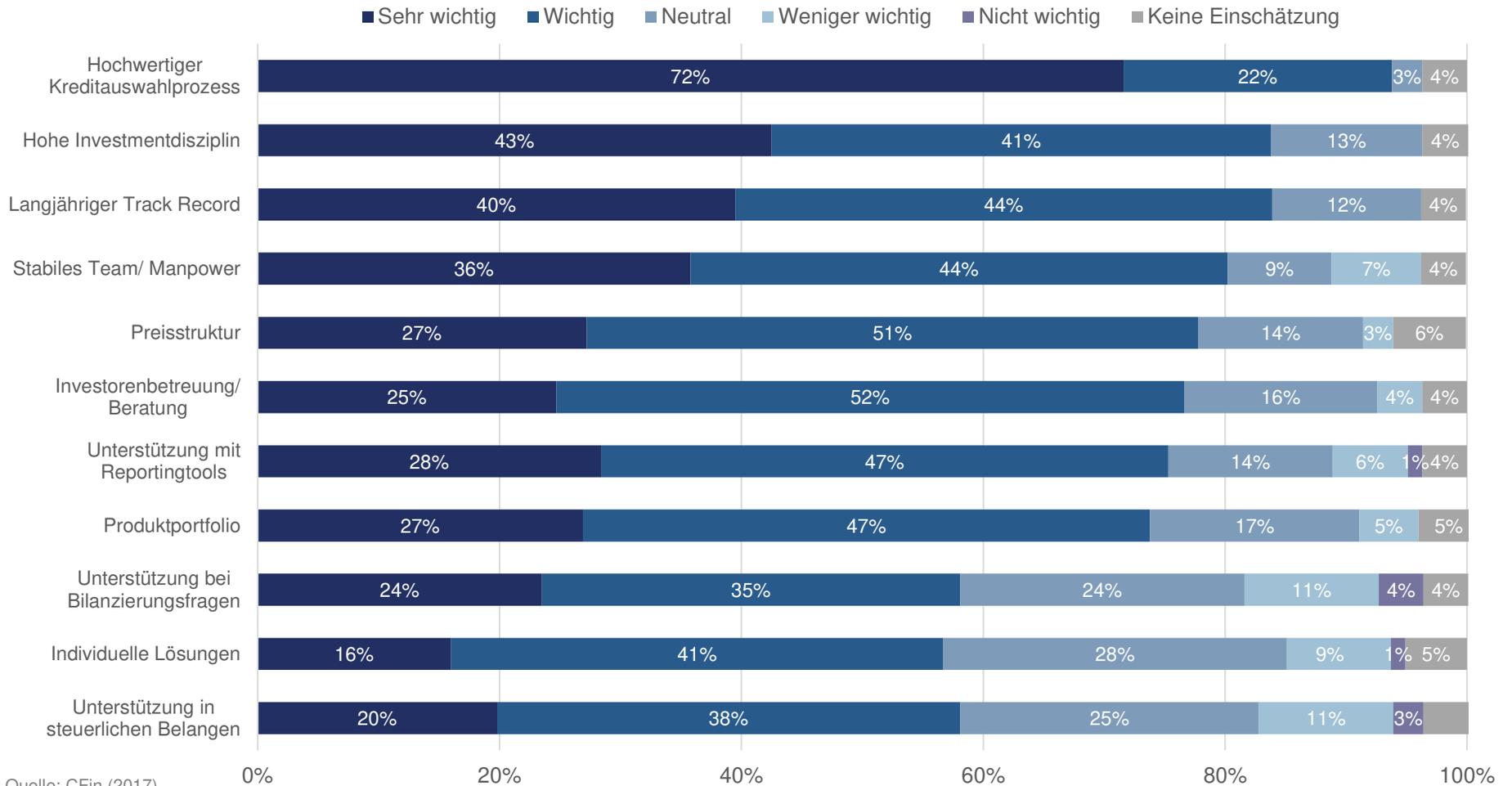
### Faktoren bei Wahl des Fondsemittenten (1/2)



Quelle: CFin (2017)

## 94% der Teilnehmer halten einen hochwertigen Kreditauswahlprozess für (sehr) wichtig, individuelle Lösungen werden von gut der Hälfte als Kriterium betrachtet

### Faktoren bei Wahl des Fondsemittenten (2/2)



Quelle: CFin (2017)

- **Ziele und Methodik**
  - **Definition und Einordnung**
    - Begriffsdefinition Private Debt
    - Einordnung und Abgrenzung
  - **Strukturelle und rechtliche Rahmenbedingungen**
    - Wachstumstreiber
    - Einflüsse der Regulatorik
  - **Markt- und Wettbewerbsanalyse**
    - Markttrends Private Debt
    - Geografische Marktentwicklung
    - Ausgestaltung nach Underlying
- **Anforderungen und Erwartungen institutioneller Investoren**
    - Erfolgsfaktoren und Hemmnisse für Private Debt
    - Anforderungen an Emittenten

- **Fazit/ Key Learnings**

## Key Learnings

### Definition und Einordnung

- Private Debt bezeichnet unverbriefte Fremdkapitalfinanzierung nicht-börsennotierter Unternehmen durch institutionelle Investoren im Erst- und Zweitmarkt
- Größte Anlegergruppen sind Pensionsfonds (31%), Versicherungen (18%) sowie Stiftungen (13%)

### Wachstumstreiber

- Niedrigzinsumfeld und Regulatorik begünstigen weltweit starkes Wachstum der Private Debt Assets under Management
- Solvency II-Richtlinie birgt insbesondere für Versicherungen Vorteile bezüglich Eigenkapitalanforderungen
- Politischer Wille, marktbasierete Finanzierungen abseits des Bankenmarkts zu etablieren, wird deutlich

### Marktanalyse

- Institutionelle Investoren aus Deutschland präferieren den europäischen Markt gefolgt von Underlying in Nordamerika
- Als Underlying werden insbesondere Corporates (88%) und Infrastruktur (74%) mit Senior-Besicherung nachgefragt
- Der Zweitmarkt stellt in Deutschland aktuell noch eine Nische dar: lediglich 8% der institutionellen Investoren haben bereits in Secondaries investiert, 41% stehen dieser Option jedoch offen gegenüber

### Investorenerwartungen

- Das Rendite-Risiko-Profil von Private Debt wird als größter Erfolgsfaktor der Anlageklasse gewertet, gefolgt von der diversifizierenden Wirkung auf das Gesamtportfolio
- Die durchschnittliche Renditeerwartung für Senior Debt liegt bei 6,4% IRR, für Junior/ Unitranche Debt bei 9,4% IRR sowie bei 13,0% IRR für den Bereich Subordinated Debt

### Aus der theoretischen Ausarbeitung und den Ergebnissen der Befragungen wurden fünf Thesen zu Private Debt abgeleitet

#### Fünf Thesen zu Private Debt

1

Aufgrund der strukturellen Rahmenbedingungen wird zukünftig von einer kontinuierlichen Ausweitung der Assetklasse Private Debt in den Portfolios institutioneller Investoren ausgegangen

2

Institutionelle Anleger in Deutschland bevorzugen als Underlying für Private Debt das Segment Corporates in der Ausgestaltung als Senior Debt

3

Sponsored Corporate Debt überwiegt auf dem europäischen Markt, konnte sich in Deutschland als Underlying jedoch noch nicht durchsetzen

4

Ein Großteil der institutionellen Anleger steht Investitionen im Zweitmarkt für Private Debt offen gegenüber

5

Fehlendes Know-how in den Unternehmen über die Anlageklasse Private Debt sowie regulatorische Vorschriften hemmen das Wachstum

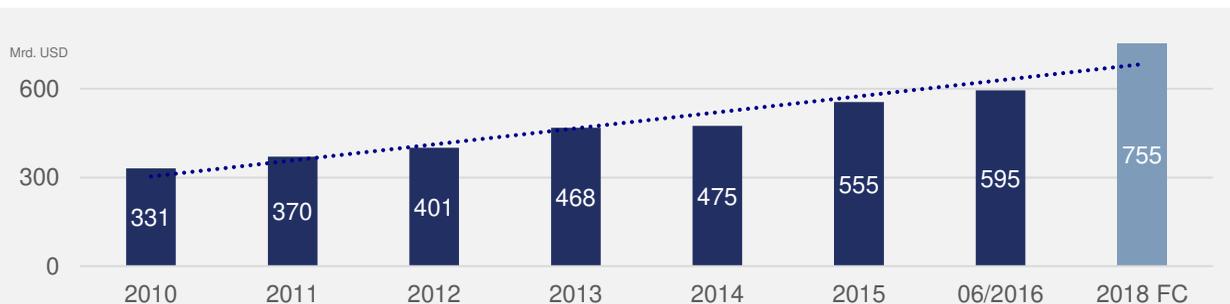
## Drei Viertel der Befragten sammelte positive Erfahrungen mit Private Debt, 62% der Investoren planen eine langfristige Erhöhung des Exposures

### These 1: Positive Entwicklung von Private Debt

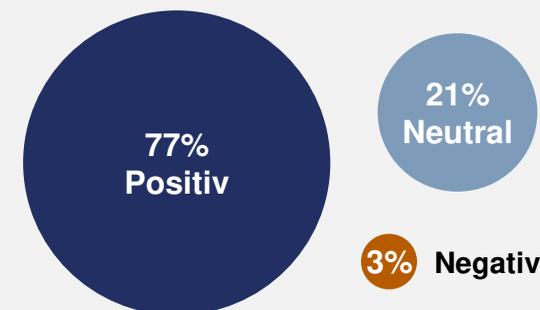


1

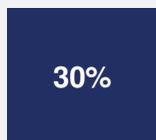
Aufgrund der strukturellen Rahmenbedingungen wird zukünftig von einer kontinuierlichen Ausweitung der Assetklasse Private Debt in den Portfolios institutioneller Investoren ausgegangen



Private Debt under Management (weltweit) mit **jährlicher Wachstumsrate** von **10,7%**



- 77% der Umfrageteilnehmer sammelten **positive Erfahrungen** mit Private Debt
- Insbesondere **Pensionskassen** (100% positiv) und **Versicherungen** (75% positiv, 25% neutral) sind Hauptzielgruppen, ebenfalls mit größten Private Debt-Anteilen im Portfolio
- Rendite-Risiko-Profil wird als größter Erfolgsfaktor bewertet



30% der befragten Investoren **halten** heute bereits **Private Debt** im Portfolio

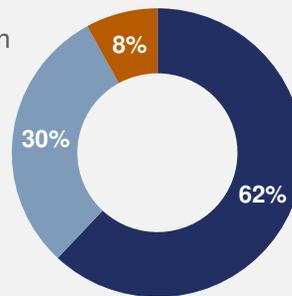


24% planen zukünftig Private Debt in das Portfolio aufzunehmen

■ Exposure erhöhen

■ Exposure beibehalten

■ Exposure verringern



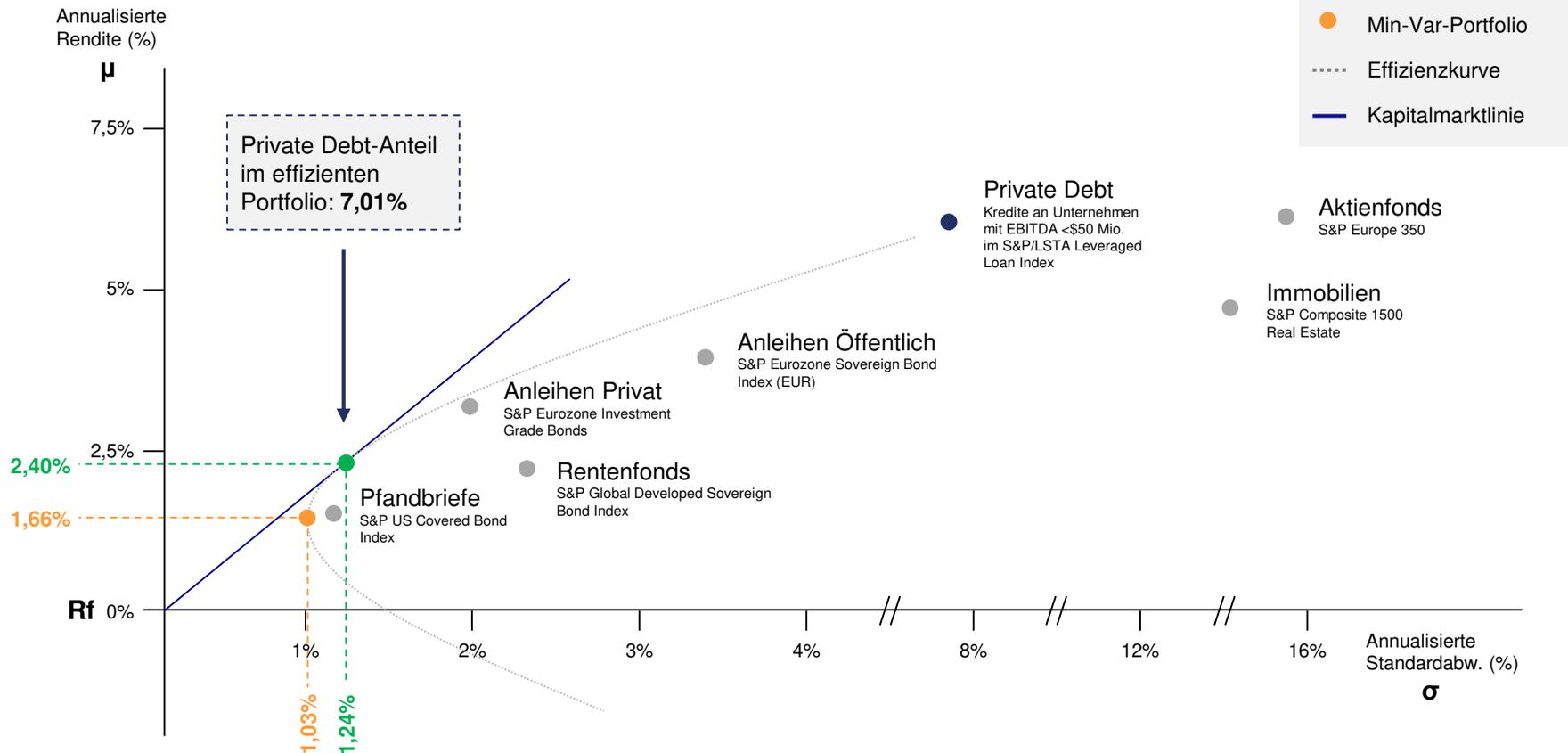
**62%** planen langfristig Exposure-**Erhöhung**

Quelle: CFin (2017)

## Im effizienten Portfolio liegt der Anteil von Private Debt bei 7,01%, in diesem ist die optimale Rendite-Risiko-Kombination erreicht

### These 1: Auswirkung auf das Portfolio institutioneller Investoren

- Portfoliomöglichkeitenkurve und Effizientes Portfolio -



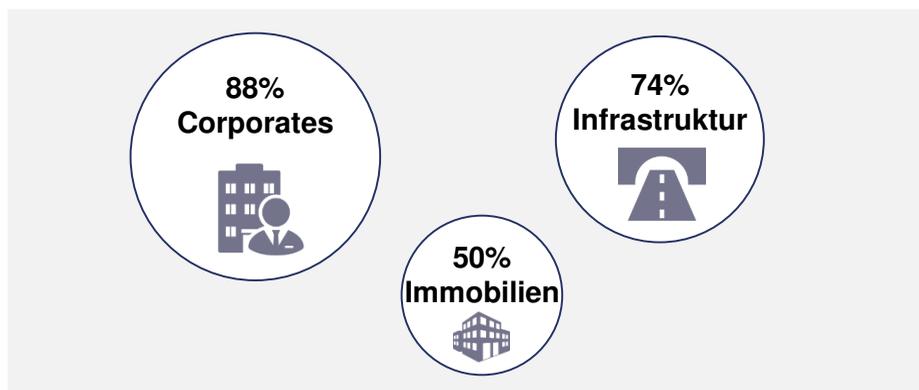
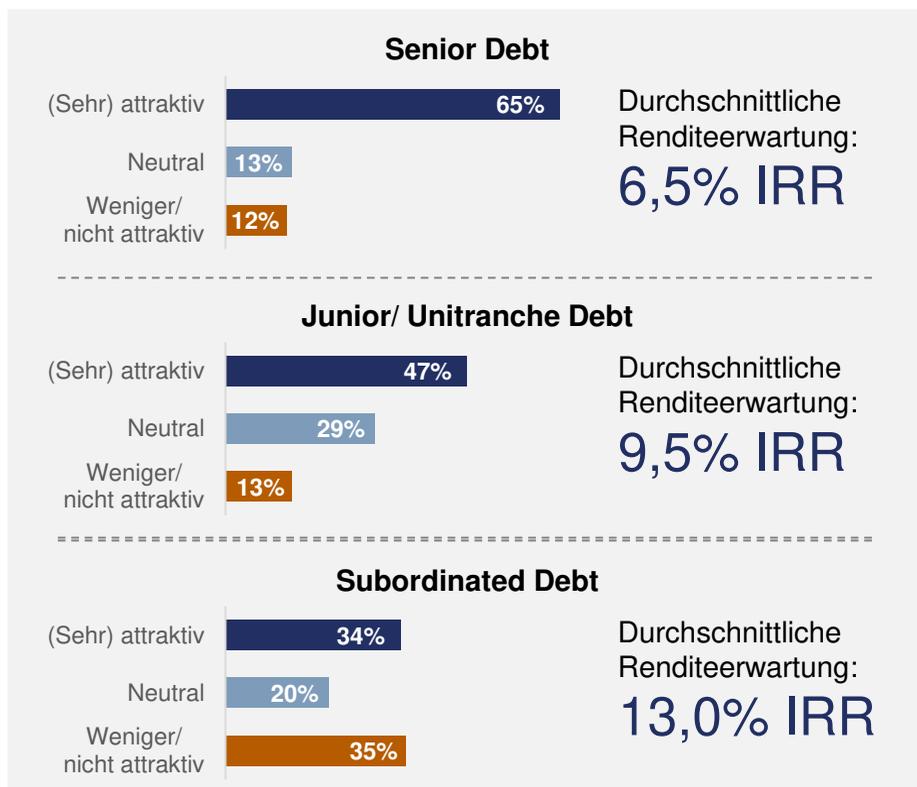
Als Grundlage der Berechnungen von erwarteten Renditen, Standardabweichungen und Korrelationen wurden Zeitreihen der genannten Indices auf Tagesbasis des Zeitraums 29.01.2013 bis 29.01.2018 herangezogen und ausgewertet. Basis der Korrelationen-Berechnung von Private Debt ist der Index S&P Global Leveraged Loan Index. Die Werte für Rendite und Risiko von Private Debt wurden einer Studie von Nuveen (2016) entnommen, da diese den Bereich Middle Markets Loans adäquat repräsentieren.

## Senior Corporate Debt wird von den Investoren im Private Debt Markt bevorzugt, regulatorische Rahmenbedingungen bieten Vorteile bei Underlying besserer Bonität

### These 2: Bevorzugung von Senior Debt und Corporates

2

Institutionelle Anleger in Deutschland bevorzugen als Underlying für Private Debt das Segment Corporates in der Ausgestaltung als Senior Debt



- **Solvency II** für 61% der Befragten relevant, für 100% der Versicherungen
- **Stressfaktoren** relevant für **Eigenkapitalanforderungen** der Unternehmen
- Stressfaktoren geringer bei **höherer Bonität** des Underlying
- **Folge:** Hohe Beliebtheit von Senior Debt

Quelle: CFin (2017)

## In Europa überwiegen Sponsored-Deals, in Deutschland hat sich dieses Underlying jedoch noch nicht vollumfänglich durchgesetzt

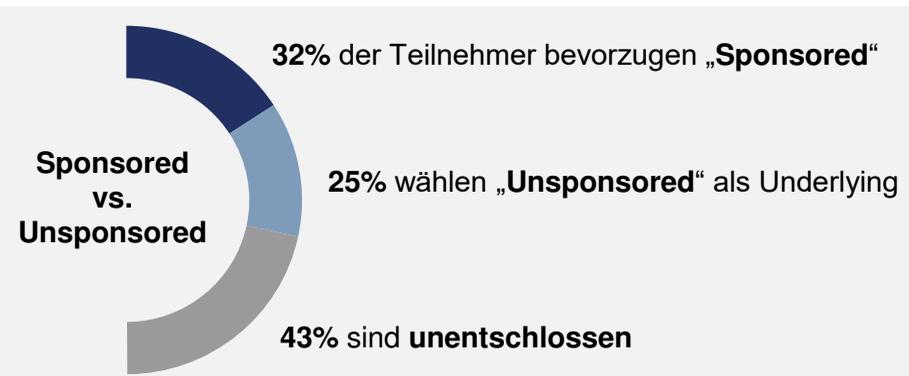
### These 3: Sponsored Corporate Debt

3

Sponsored Corporate Debt überwiegt auf dem europäischen Markt, konnte sich in Deutschland als Underlying jedoch noch nicht durchsetzen



Sponsored Deals überwiegen in Europa mit zuletzt 76%



Quelle: CFin (2017)

### - Bewertung Sponsored Corporate Debt -

Vorteile

Know-how des Private Equity Managers (73%)

Due Diligence der PE-Gesellschaft (64%)

Geringes Ausfallrisiko (28%)

Nachteile

Preis-/ Zinsdruck des Equity-Sponsors (49%)

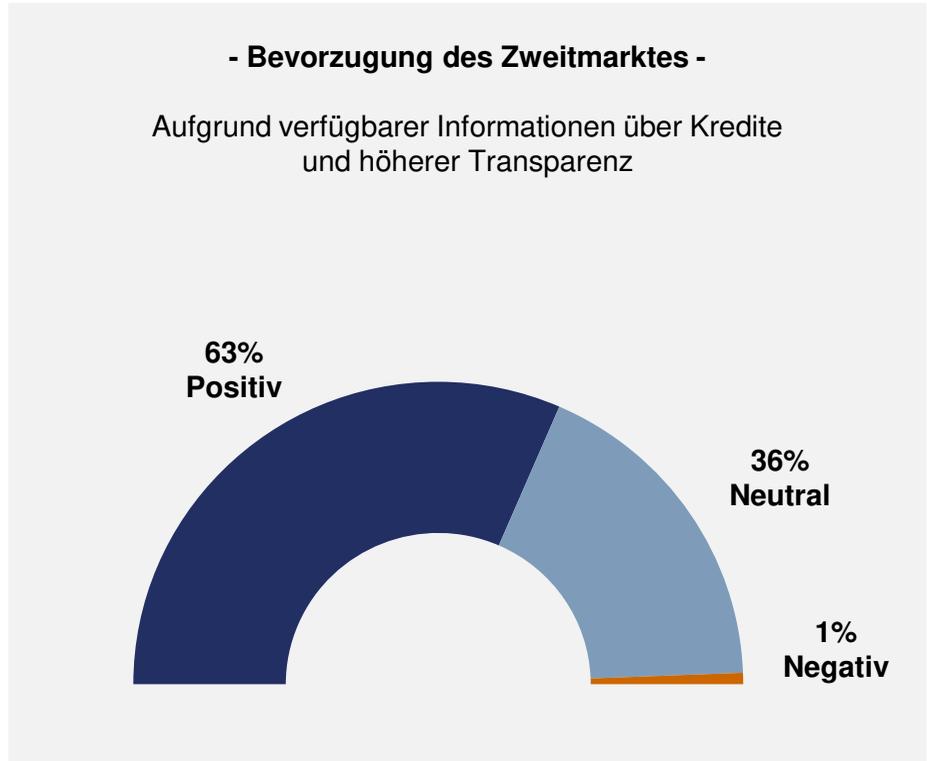
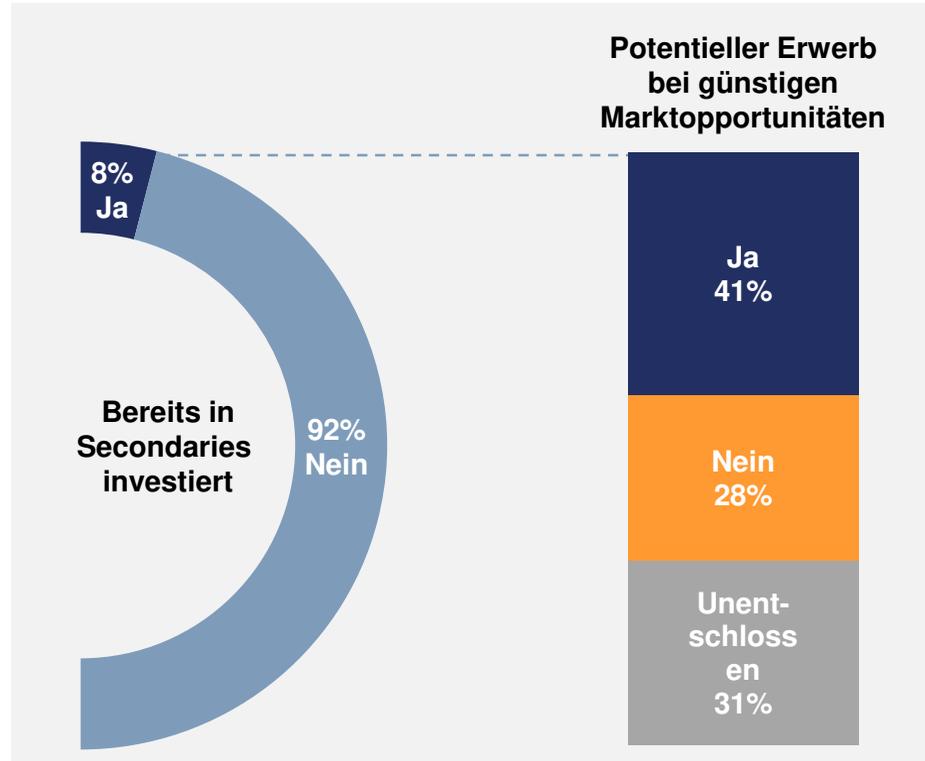
Qualität der Deals leidet (28%)

Nachfrage übersteigt Angebot (22%)

**Obwohl lediglich 8% der Befragten bereits im Zweitmarkt investiert haben, sehen knapp zwei Drittel die Vorzüge dieses Marktes als positiv an**

**These 4: Secondaries**

**4** Ein Großteil der institutionellen Anleger steht Investitionen im Zweitmarkt für Private Debt offen gegenüber 



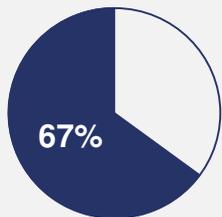
Quelle: CFin (2017)

## Fehlendes Know-how (67%) und Regulatorik (66%) als größte Hemmnisse von Private Debt

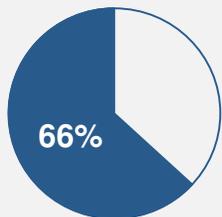
### These 5: Hemmnisse

5

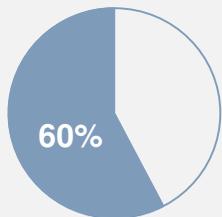
Fehlendes Know-how in den Unternehmen über die Anlageklasse Private Debt sowie regulatorische Vorschriften hemmen das Wachstum



**67%** halten **fehlendes Know-how** im Unternehmen für ein bedeutsames Hemmnis von Private Debt

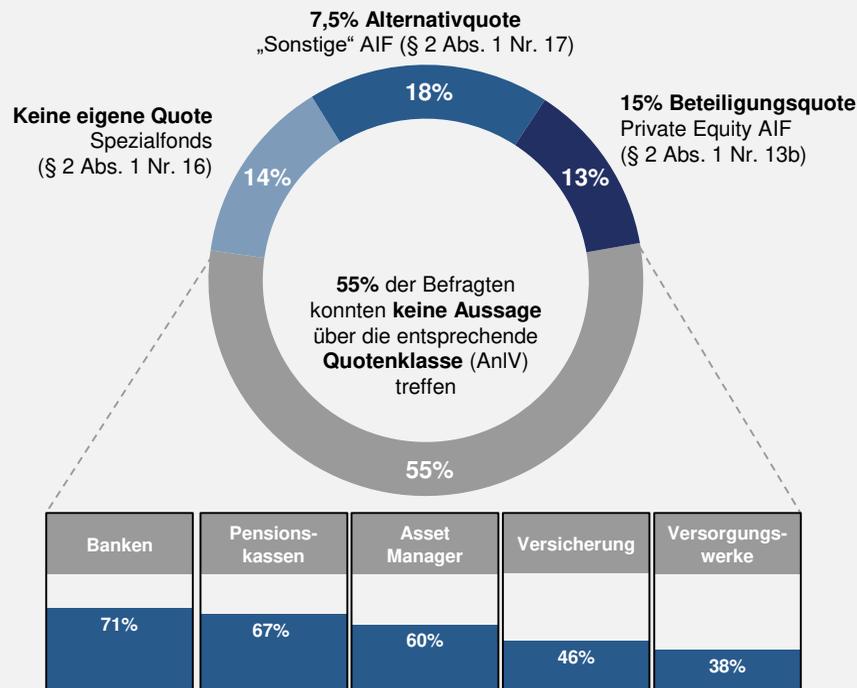


**66%** sehen **regulatorische Hemmnisse** als Grund für eine noch geringe Marktpräsenz von Private Debt an



Die generelle **Geschäfts- und Anlagepolitik** im Unternehmen wird von **60%** der Teilnehmer kritisch gesehen

### Quotenklassen nach AnIV



Quelle: CFin (2017)