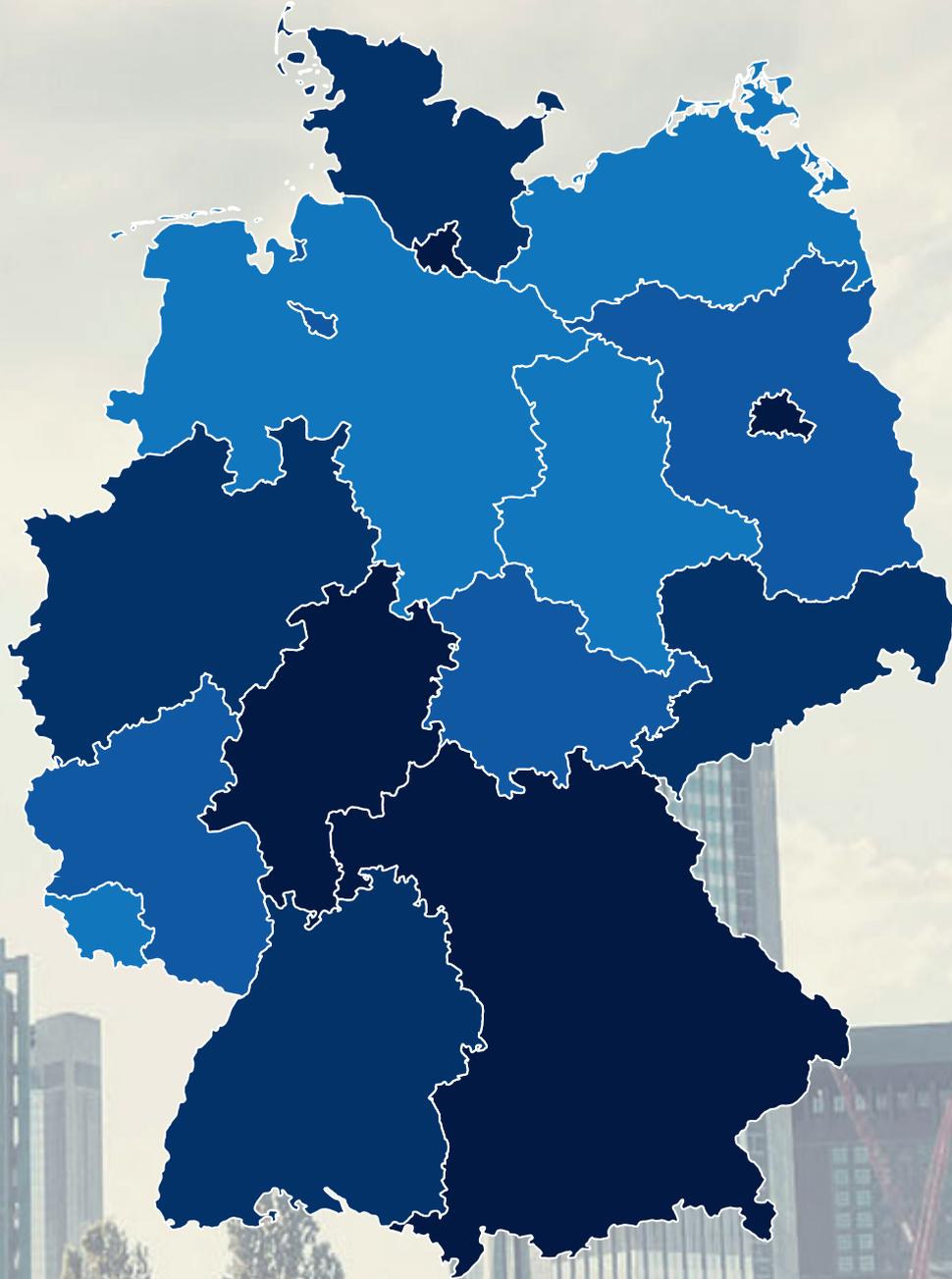


# BAI-Studie

März 2019



**Unternehmenskreditfinanzierungen  
durch Nicht-Banken in Deutschland –  
Die Sichtweise der drei Marktakteure**

## Inhaltsverzeichnis

<b>Kapitel 1: Einleitung</b>	<b>1</b>
<b>Kapitel 2: Einordnung und Definition von Private Debt</b>	<b>2</b>
2.1 Einordnung von Private Debt innerhalb der Alternative Investments	2
2.2 Private Debt und Corporate Private Debt	2
2.2.1 Definition von Private Debt und Corporate Private Debt	2
2.2.2 Einteilung von Corporate Private Debt	3
2.2.2.1 Performing Loans – Klassischer Unternehmenskredit	3
2.2.2.2 Distressed Debt – In Verzug geratene oder notleidende Kredite	4
2.2.2.3 Special Situations – Kreditvergabe in Sondersituationen	4
2.2.2.4 Mezzanine – Eigen- und Fremdkapitalmischfinanzierung	5
2.2.2.5 Venture Debt – Wagnisfremdkapitel	5
<b>Kapitel 3: Regulatorische und rechtliche Vorgaben</b>	<b>6</b>
3.1 Einleitung	6
3.1.1 Untersuchungsgegenstand und Gang der Untersuchung	6
3.1.2 Definition und Abgrenzung	6
3.1.3 Kurzaufsicht der regulatorischen Entwicklung von Kreditfonds in Deutschland	7
3.2 Regulatorik auf Ebene des Kreditfonds (Fondsregulierung)	8
3.2.1 § 20 Abs. 8-10 KAGB Investmentrechtliche Regelungen für Kreditfonds	8
3.2.2 Organisatorische Vorgaben und Anforderungen bei Darlehensvergabe	9
3.2.3 Externe Darlehensvergabe durch geschlossene Spezial-AIF (§285 Abs. 2 KAGB)	10
3.2.4 Gesellschafterdarlehen durch geschlossene Spezial-AIF (§ 285 Abs. 3 KAGB)	12
3.2.5 EU-AIF mit Produktregulierung: ELTIF, EuVECA, EuSEF	13
3.2.6 Ausländische Fonds – mit Schwerpunkt auf Luxemburger Fonds	13
a) Ausländische Fonds	13
b) Luxemburgische AIF	13
3.2.7 Verbriefungsstrukturen	16
a) Einfache (untranchierte) Verbriefungsstruktur (Wrapper)	16
b) Tranchierte Verbriefung	17
3.3 Investorenregulierung	17
3.3.1 Solvency II	17
3.3.2 Anlageverordnung/ Kapitalanlagerundschreiben zur AnIV	19
a) Direktanlage aus Bilanz	20
b) Indirekte Anlage über Fonds und andere Strukturierungen	21
<b>Kapitel 4: Marktüberblick über Corporate Private Debt</b>	<b>23</b>
4.1 Entwicklung der Alternative Investments – Private-Capital-Märkte	23
4.1.1 Die weltweite Entwicklung der verwalteten Vermögen	23
4.1.2 Die weltweite Entwicklung von Corporate Private Debt	25
4.1.3 Die Entwicklung von Corporate Private Debt in Europa	26
4.1.4 Die Entwicklung der Kreditfonds in Deutschland	29
4.2 Der Markt für Kreditfinanzierung in Deutschland	30
4.2.1 Die ökonomische Ausgangssituation auf dem Kreditmarkt	30
4.2.2 Die unterschiedlichen Finanzierungsmöglichkeiten für Unternehmen	33
4.2.3 Sponsored oder Non-Sponsored: Die Vermittlung von Krediten an Kreditfonds	35

4.3	Die Markttreiber der Unternehmenskreditfonds in Deutschland	36
4.3.1	Ökonomische Faktoren	36
4.3.2	Regulatorische Faktoren	37
4.3.3	Produktfaktoren: Kostenstruktur und Investitionsdauer der Kreditfonds	38
4.4	Unterschiedliche Ausgestaltung (Tranchen) von Krediten in Kreditfonds	40
4.4.1	Senior-Tranche	40
4.4.2	Junior-Tranche	41
4.4.3	Subordinated Debt/Mezzanine	41
4.4.4	Unitranche	41
4.4.5	First-out-/Second-out-Tranche	42
4.4.6	Volumen der einzelnen Tranchen in Deutschland	42
4.4.7	Marktanteile der einzelnen Tranchen in Deutschland	43
4.4.8	Die institutionellen Investoren und ihr Einfluss auf die Tranchen	43
<b>Kapitel 5: Umfrage unter den Kreditnehmern der Kreditfonds in Deutschland</b>		<b>44</b>
5.1	Teil I – Fragen zum Unternehmen	44
5.2	Teil II – Fragen zum Kredit	46
5.3	Teil III – Fragen zum Kreditfonds	50
5.4	Teil IV – Fragen zur Verbesserung des Angebotes von Kreditfonds	51
5.5	Potenzial deutscher Unternehmen für Finanzierungen über Kreditfonds	53
5.6	Fallbeispiel einer Kreditfondsfinanzierung	57
5.7	Zusammenfassung	58
<b>Kapitel 6: Umfrage unter den Asset Manager der Kreditfonds in Deutschland</b>		<b>59</b>
6.1	Teil I – Fragen zum Kreditfonds	59
6.2	Teil II – Fragen zum Unternehmenskredit	63
6.3	Teil III – Fragen zum Kreditnehmer	67
6.4	Teil IV – Fragen zur Verbesserung der Kreditfonds in Deutschland	71
6.5	Ergebnisse aus den geführten Interviews	76
6.6	Zusammenfassung der Umfrageergebnisse und der Interviewantworten	79
<b>Kapitel 7: Umfrage unter den Investoren der Kreditfonds</b>		<b>81</b>
7.1	Teil I – Fragen zum Investor	81
7.2	Teil II – Fragen zu den gewählten Kreditfonds der Investoren	84
7.3	Teil III – Fragen zur Auswahl des Kreditfonds	91
7.4	Teil IV – Fragen zur Regulierung und zum Markt	97
7.5	Zusammenfassung	98
7.6	Vergleich mit anderen Studien	99
<b>Kapitel 8: Kreditfonds in Deutschland – Zusammenfassung der Umfrage und Ausblick</b>		<b>102</b>
<b>Danksagung</b>		<b>106</b>
<b>Literaturverzeichnis</b>		<b>107</b>

## Kapitel 1: Einleitung

Die Niedrigzinspolitik der europäischen Zentralbank setzt vielen Versicherungskonzernen und Pensionsverwaltern massiv zu, da diese ihre zugesicherten Renditen für die Altersversorgung von Millionen Menschen erwirtschaften müssen. Staatsanleihen und Unternehmensanleihen werfen kaum mehr eine Rendite ab und sind, je nach Herkunftsland, auch nicht mehr zwingend als risikolos oder risikoarm einzustufen. Gleichzeitig steigt der Kreditbedarf der deutschen Wirtschaft, aufgrund der guten Konjunktur, weiter an. Allein der Zuwachs der Kreditvolumina der Banken im dritten Quartal 2018 stieg um mehr als 5,2 % zum Vorjahr.<sup>1</sup> Jedoch sind die Banken nicht mehr in der Lage, jedes Kreditrisiko zu bedienen.

Daher wuchsen gerade in den letzten Jahren in Deutschland die Kreditfonds, die mittels Fondsgelder Kredite an Unternehmen bereitstellen. Diese werden zumeist unter dem angel-sächsischen Begriff „Private Debt“ zusammengefasst. Da die Kreditfonds oft Kreditnachfragen bedienen, die eben nicht oder nur ungern von Banken bedient werden, haben diese ein attraktives Risiko-Rendite-Verhältnis, welches gerade für Investoren aus dem Bereich der Altersvorsorge interessant ist und die hier Anlagehorizonte vorfinden, die die meisten syndizierten Bankkredite nicht bieten können. Daher wächst diese Form der Kreditbereitstellung nicht nur in Deutschland, sondern auch global.

Diese Studie möchte den in Deutschland noch relativ kleinen Markt für Kreditfonds genauer beleuchten und die Bedürfnisse der einzelnen Akteure untersuchen. Dazu wird zunächst in Kapitel 2 eine Definition von Private Debt und seine für die Kreditvergabe an Unternehmen wichtigste Unterkategorie Corporate Private Debt, vorgestellt, sowie eine Einordnung in das Alternative Investments Universum vorgenommen. In Kapitel 3 werden dann kurz die gesetzlichen Grundlagen bzw. die Regulatorik für deutsche Kreditfonds und ihre Investoren dargestellt. Kapitel 4 gibt einen Marktüberblick über Private Debt und Corporate Private Debt und zeigt die wesentlichen Markttreiber für diesen Unternehmenskreditmarkt, sowohl global wie auch für Deutschland, auf. Die Kapitel 5, 6 und 7 basieren auf einer Umfrage, die der Bundesverband Alternative Investments e. V. (BAI) im Sommer und Herbst 2018 unter Unternehmen (Kapitel 5), Kreditfonds (Kapitel 6) und Investoren (Kapitel 7) durchgeführt hat. Somit wurden in dieser Umfrage zum ersten Mal gleichzeitig alle drei relevanten Akteure des Nicht-Banken-Unternehmenskreditmarktes in Deutschland befragt: die Kreditnehmer (Unternehmen), die Kreditgeber (Kreditfonds) und die Geldgeber (Investoren). Im letzten Kapitel 8 werden die Ergebnisse der Umfrage kurz zusammengefasst und daraus wesentliche Kernaussagen für den deutschen Markt abgeleitet. Zudem wird ein Ausblick für den deutschen Kreditfondsmarkt gegeben.

---

<sup>1</sup> Vgl. Bundesverband deutscher Banken: Kreditnachfrage und Finanzierungsbedingungen im 3. Quartal 2018, Blog, Berlin, 27.11.2018, S. 1

## Kapitel 2: Einordnung und Definition von Private Debt

### 2.1 Einordnung von Private Debt innerhalb der Alternative Investments

Finanzierungen mittels Private Debt gehören zum Universum der Alternative Investments. Unter Alternative Investments werden Investitionsmöglichkeiten abseits der traditionellen Investitionsstrategien in Anleihen und Aktien subsumiert. Dies sind strategische Investitionsmöglichkeiten über Hedgefonds und die nicht-börsennotierte Bereitstellung von Eigen- und Fremdkapital über Nicht-Banken mittels Private Equity und Private Debt. Die Investitionsmöglichkeiten sind vielfältig und umfassen Investitionen in Unternehmen, Infrastrukturprojekte, Immobilien und viele andere Objekte oder Güter (wie z. B. Flugzeuge oder Warenfinanzierungen und Rohstoffe).

Entscheidend für eine Zuordnung zu den Alternative Investments ist die Bereitstellung der Gelder für eine Investition durch Nicht-Banken, ohne Einbeziehung des Kapitalmarktes. So gehört eine Infrastrukturfinanzierung, die Banken bereitstellen, nicht zu den Alternative Investments. Wird diese jedoch mittels eines Kreditfonds, eines Private-Equity-Fonds oder direkt über institutionelle Investoren finanziert, rechnet man diese zu den Alternative Investments.

Auch das Engagement eines Private-Equity-Investors bei nicht-börsennotierten Unternehmen, z. B. im Zuge einer Übernahme, wird dem Alternative Investments Universum zugerechnet. Denn der Private-Equity-Fonds sammelt seine Gelder, wie auch ein Kreditfonds, bei Nicht-Banken ein.<sup>2</sup> Diese Nicht-Banken können z. B. Versicherungsgesellschaften, Pensionsfonds oder Versorgungswerke, aber auch größere Unternehmen, Stiftungen und Family Offices sein. Sie werden unter dem Begriff institutionelle Investoren zusammengefasst. Fallen regelmäßige Zinszahlungen für den Investor an, wie z. B. bei einem Private-Debt-Fonds/Kreditfonds, so wird diese Investition zum Fixed Income Bereich gezählt und dienen oft als Ersatz oder Ergänzung für Anleihen oder den Kauf von Krediten am Sekundärmarkt. Privatanleger können direkt nur unter sehr eingeschränkten Voraussetzungen an einigen wenigen Alternative-Investments-Fonds partizipieren, sodass diese derzeit nicht von Bedeutung sind.

Auch Hedgefonds werden zu den Alternative Investments gezählt, da sie ebenfalls ihr eingesammeltes Kapital von Nicht-Banken erhalten. Die Hedgefonds investieren diese Gelder zwar auch in traditionelle Anlageklassen wie Aktien und Anleihen, also am Kapitalmarkt, unterscheiden sich aber hinsichtlich der Strategie, mit der diese Investments erfolgen; denn hier wird nicht nur auf einen steigenden Kurs oder eine regelmäßige Zinszahlung gesetzt, sondern vor allem auf Marktunvollkommenheiten in zeitlicher, preislicher oder räumlicher Hinsicht. Auch die Absicherung der vorhandenen Investments mittels Derivate oder Leerverkäufe gehört zu dieser Strategie dazu.

Die Bereitstellung von Eigen- oder Fremdkapital durch Nicht-Banken kennzeichnet nach dieser Definition das Alternative Investment Universum. Im Folgenden werden wir uns auf die Fremdkapitalbereitstellung fokussieren.

### 2.2 Private Debt und Corporate Private Debt

#### 2.2.1 Definition von Private Debt und Corporate Private Debt

Was ist Private Debt? Der Begriff wird in der Literatur nicht einheitlich verwendet. Oft werden andere Begriffe wie Corporate (Private) Debt, Direct Lending, Alternative Lending, Non-Bank Lending oder Private Credit teilweise synonym verwendet. Der BAI definiert den Begriff Private Debt folgendermaßen:

„Private Debt ist die Bereitstellung von Darlehen durch Nicht-Banken, die ohne Einschaltung des Kapitalmarktes vergeben werden.“

Auch Begriffe wie „privat-platzierte Obligation“ oder „nicht-börsenbasierte Finanzierung“ werden oft verwendet, um sich gegenüber der Kreditgewährung durch eine Bank oder der Unternehmensanleihe am Kapitalmarkt abzugrenzen.

---

<sup>2</sup> Es gibt auch Banken, die Gelder in Fonds anlegen, darunter auch Private-Equity-Fonds oder Kreditfonds. Sie treten hier aber als institutionelle Investoren auf, nicht in ihrer volkswirtschaftlichen Eigenschaft als Bank (Risikotransfer), und investieren vorwiegend Kundengelder in diese Fonds in der Funktion eines Asset Managers.

Der deutsche Gesetzgeber bzw. die Aufsichtsbehörden benutzen zudem den Begriff „unverbriefte Darlehensforderungen“, ohne dass dieser Begriff genauer definiert wird.<sup>3</sup>

Die oben gewählte Definition ist sehr breit gefasst, da es hierbei unerheblich ist, für wen und für welchen Zweck der Kredit gewährt wird. So beinhaltet diese Definition nicht nur Kredite für Unternehmen, sondern auch Kredite für Infrastruktur- oder Immobilienfinanzierungen, die über einen Kreditfonds finanziert werden. Auch Flugzeugfinanzierungen, die zumeist über einen einzelnen Fonds strukturiert werden, können in dieser weiten Definition Teil des Private-Debt-Universums sein.

In dieser Studie wird nicht das gesamte Private-Debt-Universum beleuchtet, sondern nur der Bereich Corporate Private Debt, also die Bereitstellung von Unternehmenskrediten durch Nicht-Banken. Zudem wird die Kreditgewährung nur über einen Kreditfonds untersucht, der im Vorfeld bei Investoren Gelder einsammelt und diese dann als Kredit an eines oder meist an mehrere Unternehmen vergibt. Die rechtliche Möglichkeit, dass z. B. Versicherungsgesellschaften (Nicht-Banken) auch direkt Kredite vergeben können oder sich an einer Bankfinanzierung beteiligen können, bleibt dabei außen vor.

### 2.2.2 Einteilung von Corporate Private Debt

Corporate Privat Debt kann man anhand unterschiedlicher Schemata einteilen. Ein gängiges Schema ist die Abgrenzung bzw. der Vergleich zu der Kreditgewährung durch Banken, die ebenfalls Einzelkredite, Club-Deals, syndizierte Kredite und komplexe Kredite für Übernahmen bereitstellen und gerade hier in Konkurrenz zu den Kreditfonds stehen. Eine andere Einteilung könnte nach dem Risiko des Kredites vorgenommen werden, das in erster Linie von der Bonität des Kreditnehmers und der Form der Kreditgestaltung über die Kredittranche abhängt.

In dieser Studie haben wir uns für die Sichtweise des Kreditfonds entschieden. Diese teilen im Bereich Corporate Private Debt die Fonds für die Investoren in unterschiedliche Kategorien ein, die sich nach dem Zweck der Finanzierung bestimmen. Hierfür wird dem Investor eine entsprechende risikoadjustierte Rendite angeboten. Die Einteilung basiert auf dem Gedanken, dass unterschiedliche Unternehmenssituationen und Verschuldungsgrade mit unterschiedlichen Risiken einhergehen. Auch hier sind natürlich die Bonität des Unternehmens und die Gestaltung des Kredites für das Gesamtrisiko von entscheidender Bedeutung.

Am Markt werden derzeit fünf unterschiedliche Kategorien angeboten, die im Folgenden kurz dargestellt werden. Als sechste Kategorien werden oft auch Dachfonds bezeichnet, die in die anderen fünf Kategorien investieren. Hierbei wird entweder nur eine Kategorie gewählt oder mehrere Kategorien gemischt, um über den Portfolioeffekt eine verbesserte Risiko-Rendite-Relation zu erhalten. Als eigenständige Kategorie werden die Dachfonds in dieser Studie nur am Rande behandelt

#### 2.2.2.1 Performing Loans (Corporate Direct Lending)<sup>4</sup> – Klassischer Unternehmenskredit

Die Kategorie beinhaltet die direkte Kreditvergabe an ein finanzstarkes Unternehmen durch einen Kreditfonds. Dieser Unternehmenskredit ist rechtlich und risikotechnisch identisch mit einem Bankkredit, nur dass er von einem Kreditfonds vergeben wird. Die direkte Kreditvergabe durch einen Kreditfonds an ein nicht-überschuldetes Unternehmen wird im Folgenden als „klassischer Unternehmenskredit“ bezeichnet. Oft werden von Kreditfonds Übernahmen finanziert oder Kredite für operatives Wachstum bereitgestellt. Die Fonds stehen dabei zunächst in direkter Konkurrenz zu einer Bankenfinanzierung.

Allerdings fokussieren sich die Banken in Deutschland, im Zuge der höheren Risikovorsorge als Folge der neuen Basel-III-Regeln, zunehmend auf die besseren Investment-Grade-Unternehmen im Mittelstand. Denn hier können die Banken noch günstigere Konditionen für Standardkredite als die Kreditfonds anbieten, da ihre Risikovorsorge für

<sup>3</sup> Die Begriffe „Kredit“ und „Darlehen“ werden in dieser Studie immer synonym verwendet. Formal gesehen kann ein Kredit auch eine Sachleistung sein, ein Darlehen hingegen ist immer nur in Form von Geld möglich.

<sup>4</sup> In den folgenden Grafiken wird diese Kategorie kurz als „Direct Lending“ bezeichnet.

die Kredite gering ist.<sup>5</sup> Demnach fokussieren sich die Kreditfonds in erster Linie auf das untere Investment-Grade-Segment (in der Regel ab der Kategorie A/BBB) und vor allem auf das Sub-Investment-Grade-Segment, da sie hier Zinsen nehmen können, die das Risiko marktbasiert bepreisen. Insofern sehen wir derzeit keinen direkten Konkurrenzkampf um jeden Kunden, sondern eher eine Aufteilung des Kreditmarktes.

Vor allem der Sub-Investment-Grade-Bereich (ab Ratingkategorie BB) ist die Domäne der Kreditfonds in Deutschland.<sup>6</sup> Dieser Bereich birgt in Deutschland durch die breite, mittelständische Wirtschaftsstruktur ein hohes Wachstumspotenzial, welches die Kreditfonds besser bedienen können als Banken mit ihrem Standardkreditprodukt und ihrer in diesem Bereich hohen Risikoversorge. Hier müssen die Kreditausfallquoten nicht zwingend schlechter sein, als im Investment-Grade-Bereich, auch wenn die zur Berechnung des Investment-Grade-Bereiches verwendeten Kennziffer vielleicht nicht die geforderten Werte erreichen. Denn die Zahlungsmoral des deutschen Mittelstandes ist auch im Sub-Investment-Grade-Bereich vorbildlich, sodass im Normalfall auch in diesem Bereich die Kredite vollständig und ohne Probleme pünktlich bedient werden („Performing“ Loans).

### **2.2.2.2 Distressed Debt – In Verzug geratene oder notleidende Kredite**

Unter Distressed Debt werden Investitionen in Unternehmen verstanden, die in kurzfristigen Liquiditätsproblemen stecken. Hier werden – mit entsprechenden Risikoaufschlägen – zusätzliche Kredite vergeben und Umschuldungen durchgeführt, um weitere Zahlungsverzüge bei den Krediten oder gar komplette Ausfälle zu verhindern. Diese (zum Teil) notleidenden Kreditverpflichtungen werden häufig vom Kreditfonds unter par der Bank abgekauft. Anschließend werden die Kreditkonditionen durch den Fonds dann neu verhandelt. Da die notleidenden Kredite von den Gläubigern entweder schon wertberichtigt wurden oder eine Wertberichtigung droht, ist oder kann dies auch für die Bank kapitalschonend sein. Oft sind diese Kredite aber noch gar nicht im Zahlungsverzug (also notleidend), sondern die Ratings der Unternehmen sind zwar herabgestuft worden, aber die Zahlungen werden nach wie vor geleistet, wenn auch nicht immer fristgerecht. Diese Herabstufung zieht aber eine höhere Risikoversorge nach sich, die den Banken eine hohe Wahrscheinlichkeit für einen zukünftigen Zahlungsverzug suggerieren. Diese gefährdeten Kredite (Under-Performing-Loans), die häufig durch Probleme innerhalb der Branchen entstehen können, zählen ebenfalls zu der Kategorie Distressed-Debt, sind aber (noch) nicht notleidend (Stressed-Debt).

Die Kreditfonds werden auch selbst von den Unternehmen angesprochen, wenn ihre Hausbanken einer weiteren Verschuldung oder gar Umschuldung eine Absage erteilen würden, die Unternehmen aber ohne diese de facto in die Insolvenz gleiten würden. Distressed-Debt-Kreditfonds haben gerade aufgrund ihrer Spezialisierung eine besondere Expertise in der Restrukturierung von Unternehmen. Ziel dieser Fonds ist es immer das Unternehmen in Teilen oder als Ganzes zu retten.

### **2.2.2.3 Special Situations – Kreditvergabe in Sondersituationen**

Sondersituationen sind alle ungewöhnlichen Liquiditätsbelastungen, in die ein Unternehmen geraten kann. In der Regel sind diese Situationen nicht mit einem Liquiditätsproblem im Sinne einer klassischen Überschuldung (Überforderung des Schuldendienstes) verbunden, sondern erfordern einen realisierbaren, aber deutlich höheren Einsatz von Fremdkapital. Allerdings ist diese Verschuldung so hoch, dass sie entweder gar nicht oder nur sehr ungern von Banken finanziert wird. Dies trifft häufig zu, wenn von schnell wachsenden Unternehmen mehrere Investitionen gleichzeitig erfolgen müssen und sich dadurch auf kurze Sicht die Verschuldung deutlich erhöht. In anderen Fällen sind hingegen die Finanzierungslaufzeiten solcher Sondersituationen zu lang für eine Bank, obwohl die Verschuldungshöhe insgesamt noch akzeptabel wäre.

Beispiele für diese Sondersituationen sind komplexe Ausgründungen, bei denen die Finanzierung auf das ausgelagerte Unternehmen gelegt wird, oder Aufspaltungen von Unternehmen, die zunächst vorfinanziert werden müssen. Im Zuge von Nachfolgeregelungen kann auch die Auszahlung einzelner Erben

---

<sup>5</sup> Zum „Vorwurf“ der Quersubventionierung der Kreditzinsen durch Banken siehe Kapitel 4.1.3

<sup>6</sup> Vgl. Prof. Dr. Jens Kleine, Robert Massing, Thomas Peschke: Private Debt im Portfoliokontext, Absolut Report 03/2018, S. 21 inklusive Grafik 1 und vgl. Kapitel 4.2.2

innerhalb einer Erbengemeinschaft zu einer temporär hohen Belastung führen. Aber auch die Vorfinanzierung von Gewinnausschüttungen für fremdfinanzierte Investoren, zur Begleichung ihrer Verpflichtungen, fällt in diese Kategorie. Bestimmte Krisensituationen, die nicht mit einer eingeschränkten Kapitalbedienung einhergehen (Zahlungsverzug), werden teilweise den Sondersituationen zugerechnet und nicht zwingend dem Bereich Distressed-Debt.

Insgesamt sind diese Sondersituationen eine Ansammlung von unterschiedlichsten Problemen, in die ein Unternehmen zumeist unverschuldet hineingeraten kann und deren Finanzierung von Banken, aufgrund der Komplexität, des Risikos, der Laufzeit oder der Verschuldungshöhe nur ungern oder gar nicht durchgeführt werden.

#### **2.2.2.4 Mezzanine – Eigen- und Fremdkapitalmischfinanzierung**

Corporate Private Debt kann auch als eine Mischung aus Eigen- und Fremdkapital strukturiert werden. Eine solche Mezzanine-Finanzierung kommt in der Regel bei einer schon bestehenden hohen Verschuldung zum Einsatz und ist immer nachrangig. Dafür wird dem Kreditgeber nicht nur eine sehr hohe Verzinsung angeboten, sondern meist zusätzlich auch eine Gewinnbeteiligung, ohne dass er einen Einfluss auf die Geschäftsführung erhält. Durch diese Gewinnbeteiligung kann das Mezzanine-Kapital als Eigenkapital im Unternehmen ausgewiesen werden, sofern keine Befristung vorgesehen wurde. Dies schließt ein Kündigungsrecht nicht aus. Oft wird dieses Eigenkapital aber von vielen Banken bei einer erneuten Bonitätsanalyse nicht als solches anerkannt.

Da Mezzanine-Finanzierungen nachrangig sind, werden sie in der Regel als zusätzliche Verschuldung von den bestehenden Kreditgebern akzeptiert. Denn diese Mischform bedeutet auch, dass bei einem Verlust des Unternehmens das Mezzanine-Kapital als erstes aufgebraucht wird und damit auch die Verzinsung des Mezzanine-Kapitals sich an einer niedrigeren Basis orientiert und somit geringer wird. Das Mezzanine-Kapital „atmet“ also mit der Entwicklung des Unternehmens. Wird wieder Gewinn erwirtschaftet, wird zunächst das Mezzanine-Kapital wieder aufgefüllt, bevor es zu einer Gewinnausschüttung kommt. Das Unternehmen gewinnt durch diese Finanzierungsvariante also einen größeren Spielraum bei seiner Verschuldung, muss dies aber auch entsprechend vergüten.

Die Ausgestaltung solcher Mezzanine-Finanzierungen kann im Einzelfall stark voneinander abweichen und liegt einzig bei den Vertragspartnern. Um die gewünschte Eigenkapitalverstärkung ausweisen zu dürfen, sind allerdings rechtliche Vorschriften zu beachten. In dieser Studie betrachten wir nur Mezzanine-Finanzierung, die über Fonds bereitgestellt werden.

#### **2.2.2.5 Venture Debt – Wagnisfremdkapital<sup>7</sup>**

Wagnisfremdkapital ist eine in Deutschland nicht sehr verbreitete Form von Corporate Private Debt. Dies hängt in erster Linie mit den zugrunde liegenden Unternehmen zusammen. Während bei etablierten Unternehmen eine Kredithistorie verfügbar ist, und somit eine bankübliche Kreditbewertung anhand von Vergangenheitsdaten erfolgen kann, fehlt diese Historie bei Neugründungen. Dies macht die Vergabe von Fremdkapital in der Prüfung sehr aufwendig.

Wagnisfremdkapital wird nicht direkt zu Beginn einer Neugründung vergeben, sondern hier bleibt es bei der reinen Eigenkapitalfinanzierung (Venture Capital). Hat ein Unternehmen hingegen einen gewissen Reifegrad erreicht, kann zusätzlich Wagnisfremdkapital zum Einsatz kommen. Dies erfolgt häufig, wenn eine erneute Finanzierungsrunde mit Eigenkapital ansteht. Dabei kann die Vergabe von Wagnisfremdkapital in der Regel auf die Venture Capital Due Diligence des Eigenkapitalgebers aufsetzen, und so eine eigene, intensive Risikoprüfung umgehen.

Diese Form des Fremdkapitals ersetzt demnach nicht das Eigenkapital zur Gründung des Start-ups, sondern kommt in einer sehr frühen Wachstumsphase zum Einsatz, bei der die Profitabilität greifbar ist und keine Technologierisiken mehr vorhanden sind.

---

<sup>7</sup> Vgl. Olya Klueppel und Natalia Nowak: Mehr Spielraum statt Verwässerung – So funktioniert Venture Debt, VC Magazin.de, 07.10.2013

Selbstverständlich kann Wagnisfremdkapital auch alleine ohne eine weitere Eigenkapitalrunde zur Verfügung gestellt werden, bedarf dann aber immer einer sehr intensiven, auf die Zukunft gerichteten Risikoprüfung mittels geeigneter, zukunftsorientierter Finanzierungsmodellen. Aufgrund der hohen Risikoneigung der neuen Geschäftsmodelle sind die Renditeaussichten bei Wagnisfremdkapital deutlich höher als bei Krediten für etablierte Unternehmen.

## Kapitel 3: Regulatorische und rechtliche Vorgaben

### 3.1 Einleitung

Für den Erfolg von Private Debt im deutschen Markt der letzten Jahre war einer der Haupttreiber die Regulierung: Private Debt und die Kreditvergabe durch Investmentfonds sind seit 2015 überhaupt erst rechtlich zulässig. Neben diesem aktiven regulatorischen Treiber, der Liberalisierung, bilden die immer strengeren Eigenkapitalanforderungen für Banken unter dem Basel-Regelwerk auch einen passiven regulatorischen Treiber, infolgedessen Banken sich aus Teilbereichen des Kreditgeschäfts zurückziehen, und so eine Marktlücke für Kreditfonds ermöglicht haben und weiterhin ermöglichen.

#### 3.1.1 Untersuchungsgegenstand und Gang der Untersuchung

Der Fokus dieser Studie liegt auf der Bereitstellung von Unternehmenskrediten durch Nicht-Banken. Entsprechend stellt die Vergabe von Darlehen durch geschlossene Spezial-AIF nach § 285 Abs. 2 Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) den Schwerpunkt der Ausführungen zur Regulatorik auf Ebene des Kreditfonds bzw. der Fondsregulierung dar. Dazu gehören auch die internen Vorgaben für die Organisation eines Kreditfonds nach den Mindestanforderungen an das Risikomanagement von Kapitalverwaltungsgesellschaften (KMaRisk). Die Möglichkeit zur Vergabe von Gesellschafterdarlehen wird ebenfalls kurz dargestellt.

Nach den inländischen Vorgaben für Kreditfonds in Deutschland werden auch einige ausländische Strukturen/Vehikel vorgestellt, die in Deutschland ebenfalls aktiv am Private Debt Markt teilnehmen dürfen. Hier liegt ein besonderes Augenmerk auf dem Fondsstandort Luxemburg.

Investorenaufsichtsrechtliche Themen sind ebenfalls entscheidend für die jeweils gewählte Strukturvariante bei der Anlage in Private Debt. Solvency II (Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2009) bzw. die Anlageverordnung (Verordnung über die Anlage des Sicherungsvermögens von Pensionskassen, Sterbekassen und kleinen Versicherungsunternehmen, AnIV, vom 18. April 2016) und das zugehörige Kapitalanlagerundschreiben (BaFin-Rundschreiben 11/2017 (VA) vom 12. Dezember 2017) werden in Kapitel 3.3 erläutert.

Nicht eigens beleuchtet werden steuerliche Regelungen, Fragen des (in- und ausländischen) Insolvenzrechts sowie – mit der Ausnahme von Luxemburg – ausländisches materielles Recht oder rechtsvergleichende Bezüge.

#### 3.1.2 Definitionen und Abgrenzungen

Das deutsche Investmentrecht spricht, wenn es um Vermögensgegenstände geht, welche die Assetklasse Private Debt ausmachen, von „unverbrieften Darlehensforderungen“ bzw. von der Gewährung von „Gelddarlehen“. Eine Legaldefinition findet sich dafür im KAGB nicht. Unverbriefte Darlehensforderungen sind solche Darlehensforderungen, die sich mangels Verbriefung weder als Wertpapiere noch als Geldmarktinstrumente qualifizieren lassen.

Es bestehen keine spezifischen Anforderungen hinsichtlich des Darlehenszwecks, der Darlehensfristen oder einer etwaigen Besicherung. Der Begriff des „Gelddarlehens“ bestimmt sich nach allgemeinen zivil- und gesellschaftsrechtlichen Grundsätzen. Wenn in diesem regulatorischen Kapitel der *terminus technicus* „unverbriefte Darlehensforderungen“ oder „Gelddarlehen“ Verwendung findet, besteht deshalb kein definitorischer Unterschied zur Definition von Corporate Private Debt, also die Investition in Unternehmensdarlehen bzw. die Bereitstellung eines Darlehens an ein Unternehmen durch einen Kreditfonds (vgl. Kapitel 2).

### 3.1.3 Kurzzabriss der regulatorischen Entwicklung von Kreditfonds in Deutschland

#### Rechtslage in Deutschland bis 2015

Bis März 2015 war strittig, inwieweit aus investmentrechtlicher Sicht eine Darlehensvergabe durch ein Investmentvermögen überhaupt zulässig ist. Zwar war es Sonstigen Sondervermögen (gemäß den §§ 221 ff. KAGB) gestattet, das Fondsvermögen in einem bestimmten Umfang in unverbriefte Darlehensforderungen anzulegen, und mit Umsetzung der Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD, AIFM-Richtlinie) war für Alternative Investmentfonds (AIF) insbesondere in den §§ 282 ff. KAGB der Katalog der zulässigen Anlagegegenstände nochmals erweitert worden; die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) tendierte aber dazu, die maßgeblichen Begriffe „erwerben“ und „investieren“ eher restriktiv zu interpretieren und nur einen Sekundärerwerb von Darlehen darunter zusammen zu fassen. Eine Ausnahme galt insoweit allenfalls für die Vergabe von Gesellschafterdarlehen an Immobiliengesellschaften (§ 240 KAGB).

Grundsätzlich zählt die gewerbsmäßige Vergabe von Krediten zu den Bankgeschäften, für deren Betreiben es einer schriftlichen Erlaubnis der BaFin nach § 32 Abs. 1 Kreditwesengesetz (KWG) bedarf. Lediglich der Erwerb von Forderungen aus bereits ausgereichten Darlehen wird grundsätzlich nicht als Kreditgeschäft angesehen. Eine zusätzliche Ausreichung weiterer Kreditmittel oder eine Veränderung der Konditionen dieser ausgereichten Darlehen (Prolongation, Restrukturierung/Umschuldung) war aber nicht zulässig. Die synthetische Übernahme von Kreditrisiken (Kreditderivate) stellt ebenfalls kein Kreditgeschäft im Sinne des KWG dar. Zwar sah das KWG in § 2 Abs. 1 Nr. 3b KWG eine grundsätzliche Bereichsausnahme für die Tätigkeit von Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVG) vor, diese galt aber nur insoweit, als die betreffende Tätigkeit auch Teil der kollektiven Vermögensverwaltung war (das war nach Auffassung der BaFin hinsichtlich der Kreditvergabe nicht der Fall).

#### Liberalisierung ab 2015 und gesetzliche Folgeänderungen

Im Mai 2015 hatte die BaFin erstmals detaillierte Vorgaben für die zulässige Kreditvergabe durch AIFs in Deutschland bekannt gemacht.<sup>8</sup> Diese wurden dann im Rahmen der Umsetzung der OGAW-V-Richtlinie<sup>9</sup> im März 2016 in die Bestimmungen des KAGB und des KWG übernommen. Nach den neuen Bestimmungen ist nun bestimmten Arten von AIF die originäre Kreditvergabe möglich, sodass in diesem Rahmen auch eine Auflegung von Kreditfonds in Betracht kommt und Prolongationen und Restrukturierungen von erworbenen Darlehen erlaubt sind. Für OGAW ist eine Darlehensvergabe weiterhin ausdrücklich ausgeschlossen (§ 20 Abs. 8 KAGB).

Im Rahmen des OGAW-V-Umsetzungsgesetzes wurden auch die Tatbestände für die Bereichsausnahmen in § 2 Abs. 1 KWG erweitert. Danach dürfen nun

- deutsche KVG und extern verwaltete Investmentgesellschaften,
- EU-Verwaltungsgesellschaften und ausländische AIF-Verwaltungsgesellschaften und
- EU-Investmentvermögen sowie ausländische AIF

ohne eine Erlaubnis der BaFin nach § 32 KWG Kredite vergeben, sofern das Kreditgeschäft das einzige von ihnen betriebene Bankgeschäft (im Sinne von § 1 Abs. 1 KWG) ist. Für Verwaltungsgesellschaften und Investmentvermögen aus Drittstaaten greift die Bereichsausnahme zum Schutz der inländischen Kreditnehmer freilich nur dann, wenn der Vertrieb der betreffenden Investmentvermögen in Deutschland auf der Basis einer entsprechenden Vertriebsanzeige zulässig ist (vgl. Kapitel 3.2.6.).

<sup>8</sup> Vgl. BaFin-Schreiben vom 12. Mai 2015, Geschäftszeichen WA 41-Wp 2100 - 2015/0001

<sup>9</sup> Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2014/91/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Änderung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Aufgaben der Verwahrstelle, die Vergütungspolitik und Sanktionen (RL 2014/91/EU) vom 3. März 2016, in Kraft seit 18. März 2016.

## 3.2 Regulatorik auf Ebene des Kreditfonds (Fondsregulierung)

### 3.2.1 § 20 Abs. 8-10 KAGB Investmentrechtliche Regelungen für Kreditfonds

§ 20 KAGB: Erlaubnis zum Geschäftsbetrieb

[...]

(8) OGAW-Kapitalverwaltungsgesellschaften dürfen für Rechnung des OGAW weder Gelddarlehen gewähren noch Verpflichtungen aus einem Bürgschafts- oder einem Garantievertrag eingehen.

(9) 1) AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften dürfen im Rahmen der kollektiven Vermögensverwaltung ein Gelddarlehen nur gewähren, wenn dies aufgrund der Verordnung (EU) Nr. 345/2013, der Verordnung (EU) Nr. 346/2013, der Verordnung (EU) 2015/760 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 29. April 2015 über europäische langfristige Investmentfonds (ABl. L 123 vom 19.5.2015, S. 98), § 3 Absatz 2 in Verbindung mit § 4 Absatz 7 des Gesetzes über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften, §§ 240, 261 Absatz 1 Nummer 8, § 282 Absatz 2 Satz 3, § 284 Absatz 5 oder § 285 Absatz 2 oder Absatz 3 erlaubt ist. 2) Die Gewährung eines Gelddarlehens im Sinne des Satzes 1 liegt nicht vor bei einer der Darlehensgewährung nachfolgenden Änderung der Darlehensbedingungen.

(10) Externe Kapitalverwaltungsgesellschaften dürfen ihren Mutter-, Tochter- und Schwesterunternehmen Gelddarlehen für eigene Rechnung gewähren.

Die vorstehenden Absätze 8-10 von § 20 KAGB wurden durch das OGAW-V-Umsetzungsgesetz eingefügt. Die in ihnen enthaltenen Anordnungen und Verweisketten sind Dreh- und Angelpunkt der investmentrechtlichen Regelungen für Kreditfonds in Deutschland: Diese Normen enthalten einen enumerativ, also einzelfallweise aufgezählten und damit abschließenden Katalog der Vorschriften, die die weiteren Voraussetzungen zur Darlehensvergabe für bestimmte Fondsvehikel konkretisieren. Zu den dort aufgeführten Fondsvehikeln gehören die Fondsvehikel auf europäischer Ebene, Beteiligungsgesellschaften sowie offene und geschlossene Spezial- und Publikums-AIF.

§ 20 Abs. 8 KAGB weitet das bisher in § 93 Abs. 4 KAGB enthaltene Verbot, für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger offener inländischer Sondervermögen Gelddarlehen zu gewähren, auf alle OGAW-KVG aus.

§ 20 Abs. 9 Satz 1 KAGB verweist für alle AIF-KVG auf die jeweiligen spezialgesetzlichen Regelungen, insbesondere der nach europäischen Verordnungen produktregulierten EU-AIF, EuVECA, EuSEF und ELTIF, ferner auf die §§ 3 Abs. 2 und 4 Abs. 7 UBGG (Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften), die eine Darlehensvergabe durch AIF im jeweiligen Rahmen gestatten. Bezug genommen wird ebenfalls auf § 285 Abs. 2 und Abs. 3 KAGB, der die Darlehensvergabe für Rechnung eines geschlossenen Spezial-AIF regelt; dies gilt ebenfalls für die übrigen in Bezug genommenen neuen Regelungen zu Gesellschafterdarlehen. Nicht den Begrenzungen von § 20 Abs. 9 Satz 1 KAGB unterliegen Änderungen der Darlehensbedingungen im Nachgang zur Darlehensvergabe, wie etwa die Prolongation, die Änderung der Tilgungsleistungen oder die Änderung der Zinslasten.

§ 20 Abs. 10 KAGB schließlich gestattet externen KVG die Vergabe von Gelddarlehen innerhalb der eigenen Unternehmensgruppe (entsprechend dem Konzernprivileg von § 2 Abs. 1 Nr. 7 KWG). Diese Erlaubnis ist jedoch auf Konzernunternehmen beschränkt und gilt nicht für die von einer externen KVG verwalteten Investmentvermögen. Internen KVG ist die Gewährung von Gelddarlehen im Umkehrschluss zum Gesetzestext für eigene Rechnung nicht erlaubt.

Für die Auflegung von Kreditfonds besteht neben der Verwaltung durch eine erlaubnispflichtige KVG grundsätzlich auch die Möglichkeit der Verwaltung durch eine lediglich registrierungspflichtige KVG (unter Beachtung der besonderen Schwellenwerte der §§ 2 Abs. 4 ff. KAGB). Eine solche Kreditvergabe unterliegt aufgrund der Verweisungen in § 2 Abs. 4 Satz 1 Nr. 4 und in § 2 Abs. 5 Satz 1 Nr. 8 KAGB ähnlichen Vorgaben, wie sie auch bei einer Kreditvergabe durch eine erlaubnispflichtige KVG bestehen. Die nachfolgend dargestellten Rahmenbedingungen sind grundsätzlich abschließend, d. h. in anderen Fällen ist eine Kreditvergabe für Rechnung eines AIF grundsätzlich nicht zulässig (vgl. § 20 Abs. 9 Satz 1 KAGB). Selbstverständlich besteht jedoch weiterhin in bestimmtem Rahmen die Möglichkeit, Investmentvermögen aufzulegen, die im Bereich Private Debt investieren, indem sie Forderungen aus bereits

vergebenen Darlehen erwerben (Zweiterwerb/Sekundärerwerb). Die spätere Änderung der Bedingungen eines solchen Darlehens stellt keine Kreditvergabe dar und ist daher ebenfalls möglich, soweit die Anlagebedingungen des Spezial-AIF „unverbriefte Darlehensforderungen“ als zulässigen Vermögensgegenstand vorsehen (vgl. § 20 Abs. 9 Satz 2 KAGB).

### 3.2.2 Organisatorische Vorgaben und Anforderungen bei Darlehensvergaben

In der Praxis stehen Kreditfonds vor mehreren Herausforderungen. Der Risikomanagementprozess der KVG muss z. B. die relevanten Risiken, die Kontrollen und die sogenannten Key Risk Indicators identifizieren. Die Bewertungsrichtlinien müssen besondere Regeln für die Bewertung der Darlehen beinhalten und die Liquiditätsbestimmungen müssen die Liquidität des Portfolios und die Kontrolle klar beschreiben. Außerdem muss die KVG aktuelle Entwicklungen im Zusammenhang mit verschiedenen Themen und deren Auswirkungen auf die Struktur und auf die steuerliche und bilanzielle Situation ableiten können, wie z. B. durch die Schattenbankenregulierung, AIFMD, EUSD (European Savings Directive), FATCA (Foreign Account Tax Compliance Act) und CRS (Common Reporting Standard).

Schließlich müssen auch die Grundsätze der Unternehmensführung (Corporate Governance) berücksichtigt werden. Interne Berichterstattung an Vorstand und Geschäftsleiter der KVG und die Managementkontrolle müssen grundsätzlich dokumentiert sein. Außerdem muss die KVG auch dafür Sorge tragen, dass die Geschäftsprozesse und die Berichterstattung zwischen allen Dienstleistern (Verwahrstelle, Portfoliomanager, Vertriebsstelle usw.) effizient sind. Und die Offenlegung von relevanten Daten und Dokumenten bezüglich der Struktur an den Markt und die Investoren gehört zu den wichtigen Punkten, die eine KVG durch ihren Monitoring-Plan überwachen muss.

Zugelassene KVG müssen bei der Vergabe von Gelddarlehen für Rechnung der von ihnen verwalteten AIF grundsätzlich die gleichen Organisations- und Verhaltensanforderungen beachten, die auch bei der Verwaltung von AIF mit anderen Anlageschwerpunkten gelten.

Registrierte KVG nach § 2 Abs. 4 oder 5 KAGB (sogenannte „kleine AIFM“), die einen Spezial-AIF verwalten, der Gelddarlehen vergibt, müssen hingegen besondere Anforderungen erfüllen. So haben diese registrierten KVG beispielsweise die Verpflichtung, in ausreichender Anzahl personelle Ressourcen vorzuhalten, die über spezifische Fachkenntnisse im Bereich des Kreditgeschäfts verfügen und die an die Beschränkungen der Finanzmarktrichtlinie (MiFID) hinsichtlich der Entgegennahme von Gebühren, Provisionen und anderen Zuwendungen gebunden sind.<sup>10</sup>

Das Risikomanagement der AIF-KVG muss nach § 29 Abs. 5a, Satz 1 KAGB über eine angemessene Aufbau- und Ablauforganisation verfügen, die insbesondere Prozesse für die Kreditbearbeitung, -kontrolle und für die Behandlung von Problemkrediten, sowie Verfahren zur Früherkennung von Risiken vorsehen. Hierzu gehört auch die strikte Trennung der Bereiche Fondsmanagement und Marktfolge, sodass eine Darlehensentscheidung in einem zweistufigen Prozess stattfindet. Nur die Vergabe von Gesellschafterdarlehen nach § 285 Abs. 3 KAGB sind von diesen Anforderungen ausgenommen. Dies soll den praktischen Bedürfnissen der Private-Equity-Investoren und der Venture-Capital-Geber (Wagnisfremdkapitalgeber) Rechnung tragen.

Diese Mindestanforderungen an das Risikomanagement von Kapitalverwaltungsgesellschaften (KAMaRisk)<sup>11</sup> lehnt sich stark an die Anforderungen für Banken an (MaRisk) und ist seit 10. Januar 2017 in Kraft.

Zudem müssen AIF-KVG auch folgenden Vorgaben bzw. Pflichten erfüllen:

- Meldepflicht: § 14 KWG „Millionenkreditmeldeverfahren“ ist anzuwenden
- Jahresbericht: § 48a KAGB verpflichtet zur Erstellung eines geprüften Jahresabschlussberichtes
- Kreditvergabe: Nur an Unternehmer, nicht an Verbraucher im Sinne des § 13 BGB

<sup>10</sup> Vgl. zu den besonderen Anforderungen unter anderem die allgemeinen Verhaltensanforderungen nach § 26 Abs. 1,2 und 7 KAGB in Verbindung mit Art. 16-29 AIFM Level-II-Verordnung

<sup>11</sup> BaFin-Rundschreiben 09/2017 (BA) – Mindestanforderungen an das Risikomanagement – MaRisk, Geschäftszeichen BA 54-FR 2210-2017/0002 vom 27. Oktober 2017

Insgesamt sind die organisatorischen Vorgaben und Anforderungen, denen einer kreditgebenden Bank ebenbürtig, nur das Kreditfonds keine Kredite an Verbraucher/Privatleute vergeben dürfen.

### 3.2.3 Externe Darlehensvergabe durch geschlossene Spezial-AIF (§ 285 Abs. 2 KAGB)

Der geschlossene Spezial-AIF nach § 285 Abs. 2 KAGB ist der einzige Investmentfonds nach deutschem Recht, dem die direkte Vergabe von Unternehmenskrediten (Direct Lending) erlaubt ist. Nach § 139 KAGB können geschlossene inländische Investmentvermögen, zu denen der geschlossene inländische Spezial-AIF zählt, „nur als Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital gemäß den Vorschriften des Unterabschnitts 2 oder als geschlossene Investmentkommanditgesellschaft gemäß den Vorschriften des Unterabschnitts 3 aufgelegt werden“. Erlaubt sind grundsätzlich die direkte Kreditvergabe, Restrukturierung und Prolongation, allerdings nicht an Verbraucher, und es gibt Vorgaben hinsichtlich der Verschuldung (Leverage/Hebelwirkung) und Risikodiversifizierung (Streuung):

§ 285 KAGB: Anlageobjekte

(1) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft darf für das Investmentvermögen nur in Vermögensgegenstände investieren, deren Verkehrswert ermittelt werden kann.

(2) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft darf für Rechnung eines geschlossenen Spezial-AIF Gelddarlehen nur unter den folgenden Bedingungen gewähren:

1. für den geschlossenen Spezial-AIF werden Kredite nur bis zur Höhe von 30 Prozent des aggregierten eingebrachten Kapitals und noch nicht eingeforderten zugesagten Kapitals aufgenommen, berechnet auf der Grundlage der Beträge, die nach Abzug sämtlicher direkt oder indirekt von den Anlegern getragener Gebühren, Kosten und Aufwendungen für Anlagen zur Verfügung stehen;
2. das Gelddarlehen wird nicht an Verbraucher im Sinne des § 13 des Bürgerlichen Gesetzbuchs vergeben;
3. an einen Darlehensnehmer werden Gelddarlehen nur bis zur Höhe von insgesamt 20 Prozent des aggregierten eingebrachten Kapitals und noch nicht eingeforderten zugesagten Kapitals des geschlossenen Spezial-AIF vergeben, berechnet auf der Grundlage der Beträge, die nach Abzug sämtlicher direkt oder indirekt von den Anlegern getragener Gebühren, Kosten und Aufwendungen für Anlagen zur Verfügung stehen.

(3) [...]

Kredite dürfen gemäß § 285 Abs. 2 KAGB für Rechnung eines geschlossenen Spezial-AIF als Gelddarlehen gewährt werden, wenn

- der Kreditnehmer kein Verbraucher ist,
- der Spezial-AIF selbst maximal zu 30 % (durch Kreditaufnahmen) gehebelt ist und
- das einzelne Darlehen an einen einzelnen Kreditnehmer maximal 20 % ausmacht (Exposure).

Sofern für Rechnung eines (geschlossenen) Spezial-AIF Gelddarlehen gewährt werden, bei denen es sich nicht um Gesellschafterdarlehen (§ 285 Abs. 3 KAGB) handelt, muss dieser Spezial-AIF somit seinerseits eine besondere Kreditaufnahmegrenze von 30 % einhalten.

§ 285 Abs. 2 KAGB ist das Herzstück der investimentrechtlichen Regelungen zur Darlehensvergabe in Deutschland. Zentrale Begriffe sind dabei die „Vergabe“ und das „Gelddarlehen“. Sachdarlehen sind von der Regelung nicht umfasst. Wie vorstehend bereits ausgeführt, meint „Vergabe“ keinen Ankauf bestehender Darlehensforderungen (§§ 20 Abs. 9, 285 KAGB), sondern die originäre Gewährung eines Gelddarlehens (loan origination).

Dies ergibt sich aus dem Wortlaut wie aus der Gesetzesbegründung. Ebenfalls ist die Prolongation oder Anpassung von Darlehensbestimmungen nach dem ausdrücklichen Willen des Gesetzgebers keine „Vergabe“ von Gelddarlehen; insofern weicht § 20 Abs. 9 Satz 2 KAGB vom im KWG angewandten Prinzip ab (welches vor der Liberalisierung auch im Anwendungsbereich des KAGB Geltung hatte, vgl. vorstehend).

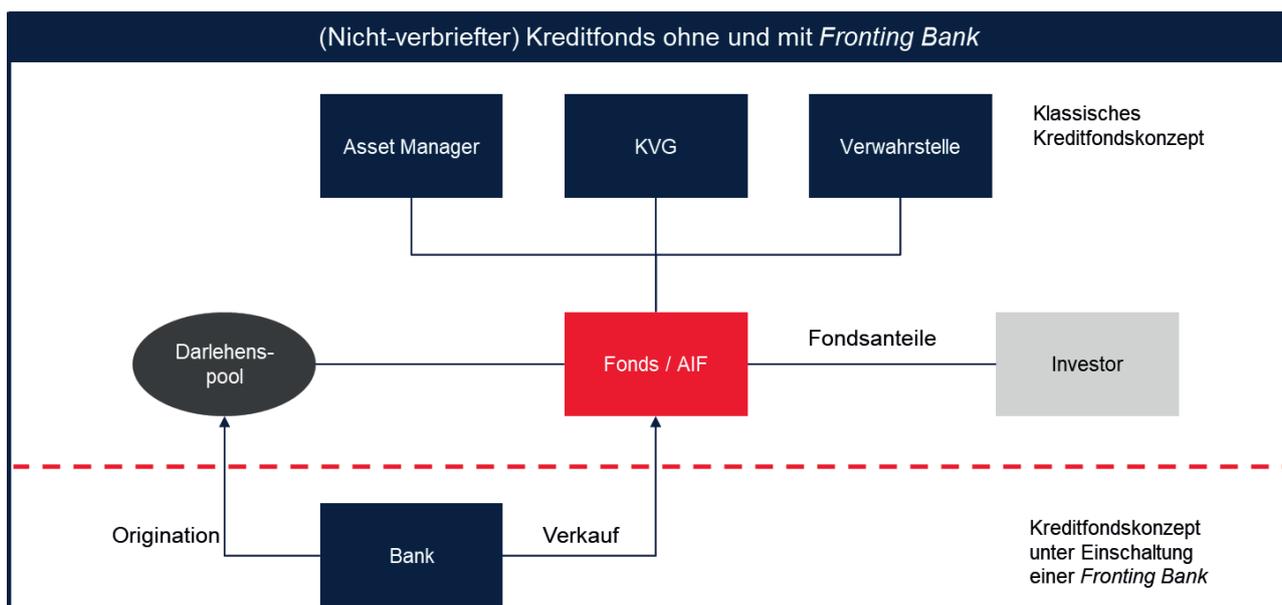
Ausweislich der Gesetzesbegründung ist zivilrechtlich zu ermitteln, ob ein Gelddarlehen im Sinne des KAGB vorliegt oder nicht und dies im Einklang mit der BaFin-Aufsichtspraxis im „Merkblatt Kreditgeschäft“ vom 8. Januar 2009 mit Stand vom 2. Mai 2016, das ebenfalls grundsätzlich dem Zivilrecht folgt, steht.

Gesellschaftsrechtliche Konstruktionen wie stille Beteiligungen oder Genussrechte stellen keine Gelddarlehen dar.

§ 285 Abs. 2 KAGB stellt die kumulativen Bedingungen auf, unter denen ein Spezial-AIF-Gelddarlehen gewähren darf, soweit nicht Absatz 3 zum Tragen kommt. Vom gesetzgeberischen Konzept sollen Gelddarlehen nur ausnahmsweise (§ 20 Abs. 9 KAGB) zulässig sein und Absatz 2 eigenständig neben Absatz 3 stehen. Bei der Darlehensvergabe sind die Nummern 1, 2 und 3 von § 285 Abs. 2 KAGB jeweils zu beachten: Liegt also kein Verbraucherdarlehen vor und wird § 285 Abs. 2 Nr. 1 KAGB beachtet, darf bis zur Schwelle von 20 % des eingebrachten und zugesagten Kapitals (abzüglich Elementen nach § 285 Abs. 2 Nr. 3 2. Halbsatz KAGB, also „sämtlicher direkt oder indirekt von den Anlegern getragenen Gebühren, Kosten und Aufwendungen für Anlagen“; angesichts unklarer Laufzeiten des AIF und variabler, ggf. erfolgsbezogener Vergütungs- und Gebührenstruktur ist diese Bezugsgröße nicht evident und einfach bezifferbar) des AIF je Darlehensnehmer ein Darlehen vergeben werden. Dies betrifft ausweislich des Wortlautes der Norm nicht den Ankauf von Darlehensforderungen durch den Spezial-AIF, insoweit gibt es also gerade keine Beschränkung. Dem darlehensgebenden AIF wird somit eine Risikodiversifizierung vorgeschrieben, welche es im Bereich der Eigenkapitalgewährung (Private-Equity) und beim Ankauf von Darlehensforderungen so nicht gibt, jedenfalls nicht für registrierte, sogenannte „kleine“ AIFM. Die Kombination aus zugesagtem Kapital (capital commitments) und bereits beim AIF eingezahltem Kapital erlaubt auch eine signifikante Darlehensvergabe für einen Spezial-AIF im noch jungen Stadium und wenn noch nicht alle Gelder von den Anlegern abgerufen sind.

Die Vergabe von Darlehen durch den geschlossenen Spezial-AIF hängt in ihrer Höhe auch davon ab, ob und in welchem Umfang der AIF selbst Kredite aufgenommen hat (§ 285 Abs. 2 Nr. 1 KAGB). Gemeint ist damit die Aufnahme eines Gelddarlehens durch den Spezial-AIF, wobei grundsätzlich irrelevant ist, ob und in welchem Umfang solche Darlehen bestimmten Regelungen wie bspw. einer Nachrangbestimmung unterliegen.

Eine gängige Struktur eines Kreditfonds zeigt nachfolgende Grafik.<sup>12</sup> Es handelt sich hierbei um ein klassisches Kreditfondskonzept: Die Darlehensforderungen werden vom Fonds gehalten, die Refinanzierung erfolgt durch die Ausgabe von Fondsanteilen an die Investoren.



<sup>12</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an BAI-Webinar: Private Debt – Teil 2/6, Jones Day, 15.09.2016, S. 6

Schaltet man eine Bank zwischen den Darlehenspool und den Kreditfonds (unterhalb der rot gestrichelten Linie), nimmt die Bank die Darlehensvergabe vor (Fronting Bank) und verkauft die Darlehensforderungen im Anschluss an den Kreditfonds. In dieser Konstellation liegt kein Direct-Lending-Fund vor.

Bis zur Liberalisierung 2015 war diese Struktur zur Einhaltung der bisherigen bankaufsichtsrechtlichen Vorgaben vonnöten. Rechtlich geboten ist diese Strukturvariante nicht mehr, findet sich in der Praxis aber immer noch aufgrund erst langsam aufgebauter Kreditvergabe-Expertise in der Asset-Management-Praxis oder aufgrund eingespielter Geschäftspartnerschaften wieder.

### **3.2.4 Gesellschafterdarlehen durch geschlossene Spezial-AIF (§ 285 Abs. 3 KAGB)**

Eine besondere Form der originären Darlehensvergabe im Vergleich zur externen Darlehensgewährung nach § 285 Abs. 2 besteht in der Ausreichung von Darlehen an Tochtergesellschaften (sog. „Gesellschafterdarlehen“). Für geschlossene Spezial-AIF ist die Vergabe von Gesellschafterdarlehen in gewisser Weise privilegiert, um praktischen Bedürfnissen (insbesondere in den Bereichen Private Equity und Venture Capital) Rechnung zu tragen – es handelt sich um eine für die Beteiligungskapitalbranche essenzielle Ausnahme. Im Falle der Gewährung eines Gesellschafterdarlehens können gemäß § 285 Abs. 3 Satz 1 KAGB Darlehen von bis zu 50 % der Kapitalzusagen<sup>13</sup> gewährt werden, wenn eine der folgenden Bedingungen erfüllt ist:

- Darlehensnehmer ist eine Tochter (§ 290 Abs. 1 Satz 1 HGB) des geschlossenen Spezial-AIF,
- Nachrangdarlehen (Rangrücktritt) - Rückzahlung erfolgt nur aus freiem Vermögen,
- das Darlehen überschreitet nicht das Zweifache der Anschaffungskosten der Beteiligungen.

Für die Vergabe von Gesellschafterdarlehen durch Spezial-AIF gibt es ebenfalls keine besonderen Diversifizierungsvorgaben. Allerdings dürfen gemäß § 285 Abs. 3 Satz 1 KAGB grundsätzlich maximal 50 % des Kapitals des AIF für derartige Kredite verwendet werden. Sofern der geschlossene Spezial-AIF zu nicht mehr als 30 % durch Kreditaufnahmen gehebelt ist, kann er auch mehr als 50 % als Nachrangdarlehen an Tochtergesellschaften ausgeben. Dies gilt grundsätzlich auch für Spezial-AIF, die von einer (nach § 2 Abs. 4 oder Abs. 5 KAGB) registrierten KVG verwaltet werden. Bei einer Darlehensvergabe an ein Tochterunternehmen ist des Weiteren zu berücksichtigen, dass gemäß § 285 Abs. 3 Satz 3 KAGB sicherzustellen ist, dass das Tochterunternehmen das Darlehen nur an Unternehmen weiterreicht, an denen es selbst beteiligt ist und zudem eine der oben beschriebenen drei Bedingungen erfüllt ist.

Der Gesetzeswortlaut spricht von „Unternehmen“ und nicht vom „Darlehensnehmer“. Insofern ist es möglich, Darlehen auch an operative Konzerngesellschaften zu vergeben, die diese dann weiter an ihre Töchter (Enkel des Kreditgebers) reichen. Es ist aber im Sinne von § 290 HGB auch zulässig, direkt an ein Enkelunternehmen ein Darlehen zu vergeben.

Neben dem geschlossenen Spezial-AIF dürfen auch folgende andere Fondsvehikel Gesellschafterdarlehen vergeben, jedoch nicht externe Darlehen an andere Unternehmen oder gar Verbrauchern:

- offene Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen im Sinne von § 284 KAGB
- Hedgefonds nach § 283 KAGB
- allgemeine offene inländische Spezial-AIF im Sinne von § 282 KAGB
- geschlossene inländische Publikums-AIF nach § 261 KAGB
- offene inländische Publikums-AIF nach den § 260 KAGB

---

<sup>13</sup> Der Gesetzestext des § 285 Abs.3 Satz 2 KAGB lautet: (...) mehr als 50 Prozent des aggregierten eingebrachten Kapitals und noch nicht eingeforderten zugesagten Kapitals (...).

### 3.2.5 EU-AIF mit Produktregulierung: ELTIF, EuVECA, EuSEF

Eine Gewährung von Darlehen in Deutschland ist auch möglich, wenn es sich bei dem Investmentvermögen um einen europäischen langfristigen Investmentfonds (ELTIF)<sup>14</sup>, einen europäischen Risikokapitalfonds (EuVECA)<sup>15</sup> oder um einen europäischen Fonds für soziales Unternehmertum (EuSEF)<sup>16</sup> handelt. Diese europäischen AIF-Fondstypen unterliegen jedoch im Vergleich zu anderen Fondstypen, denen eine Gewährung von Darlehen gestattet ist, strengen Anlagegrenzen. Daher ist der Zuspruch zum jetzigen Zeitpunkt begrenzt.

### 3.2.6 Ausländische Fonds – mit Schwerpunkt auf Luxemburger Fonds

#### a) Ausländische Fonds

Ausländische Fonds profitieren ebenfalls von den rechtlichen Möglichkeiten im Bereich der Darlehensgewährung und des Erwerbs unverbriefter Darlehensforderungen für Rechnung von Investmentvermögen, die das OGAW-V-Umsetzungsgesetz geschaffen hat. Für diese war eine Sonderregelung im KWG<sup>17</sup> erforderlich, da sie in Bezug auf die Änderungen deutscher Kreditfonds im KAGB nicht vom Anwendungsbereich des KAGB erfasst sind. Hierzu gehören, neben den Luxemburger Fondsvehikel, auch andere ausländische bzw. EU-Verwaltungsgesellschaften und Investmentvermögen.

EU-Verwaltungsgesellschaften und EU-Investmentvermögen gelten nicht als Kreditinstitute, sofern sie als Bankgeschäfte nur die kollektive Vermögensverwaltung erbringen.

Für ausländische (nicht EU-) Verwaltungsgesellschaften und ausländische (nicht EU-) AIF kommt diese Bereichsausnahme nach § 2 Abs. 1 KWG nur dann zum Tragen, wenn der betreffende AIF auf Basis eines Vertriebsanzeigeverfahrens nach § 330 KAGB im Inland vertrieben werden darf. Dies bedeutet, dass die Voraussetzungen für einen Vertrieb auch an semiprofessionelle und nicht nur an professionelle Anleger erfüllt werden müssen. In der Praxis führen diese hohen Anforderungen dazu, dass die neue Ausnahmeregelung für Drittstaatenfonds de facto wohl leerlaufen wird.

#### b) Luxemburgische AIF

##### Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen und Abgrenzung zur Kreditvergabe durch Banken

Das luxemburgische Bankgesetz definiert Berufsträger, die Kreditgeschäfte durchführen, als Fachleute, die sich mit der Vergabe von Darlehen an die Öffentlichkeit auf eigene Rechnung befassen. Kreditvergaben können durchgeführt werden, ohne dass eine Banklizenz beantragt werden muss, sofern keine Refinanzierung durch Einlagen oder andere rückzahlbare Mittel der Öffentlichkeit erfolgt.

Eine Zulässigkeit der Kreditvergabeaktivität wird aber seitens der CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) im Einzelfall festgelegt. Die CSSF hat auch klargestellt, dass in Luxemburg zugelassene AIFMs, die in loan origination/participation tätig sind, über eine ordnungsgemäße Organisations- und Governance-Struktur, notwendiges Fachwissen und Erfahrung, sowie geeignete Risikomanagementsysteme verfügen müssen.

Die nachfolgende Grafik<sup>18</sup> verdeutlicht zunächst eine typische Luxemburger Fondsstruktur für einen Kreditfonds; anstelle des „LuxFund“ mit \* können, je nach Strukturierungsziel, die nachfolgenden genannten (regulierten oder unregulierten) Fondstypen oder Gesellschaften stehen.

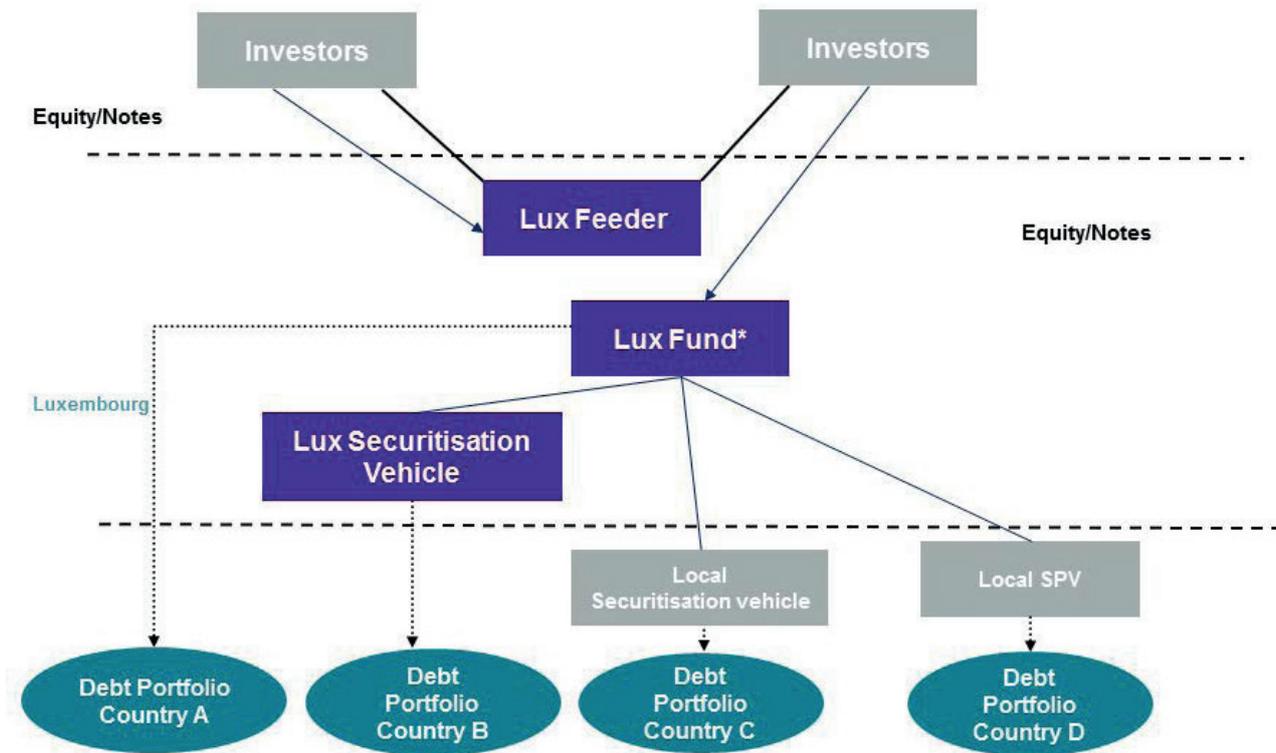
<sup>14</sup> Verordnung (EU) 2015/760 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 29. April 2015 über europäische langfristige Investmentfonds

<sup>15</sup> Verordnung (EU) Nr. 345/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. April 2013 über Europäische Risikokapitalfonds; eine geänderte Fassung ist seit dem 1. März 2018 in Kraft.

<sup>16</sup> Verordnung (EU) Nr. 346/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. April 2013 über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum; eine geänderte Fassung ist seit dem 1. März 2018 in Kraft.

<sup>17</sup> § 2 Abs. 1 Nr. 3b KWG für Kapitalverwaltungsgesellschaften und extern verwaltete Investmentgesellschaften, § 2 Abs. 1 Nr. 3c KWG für EU-Verwaltungsgesellschaften und ausländische AIF-Verwaltungsgesellschaften, § 2 Abs. 1 Nr. 3d KWG für EU-Investmentvermögen und ausländische AIF

<sup>18</sup> Vgl. Alfi: Debt Funds, November 2018, S. 3



Eine besondere Zulassung ist nicht erforderlich, wenn die Kreditvergabe, entweder direkt oder über ein hundertprozentiges oder kontrolliertes luxemburgisches Special Purpose Vehicle (SPV) durchgeführt wird, wie z. B. OGAs<sup>19</sup>, SIFs<sup>20</sup>, Pensionsfonds, SICARs<sup>21</sup>, RAIFs<sup>22</sup> und Verbriefungsvehikel. Schließlich können Einmalkreditvergaben, Kreditvergaben als Nebentätigkeit, konzerninterne Darlehensvergaben und Darlehensvergaben, die an eine begrenzte Anzahl identifizierter Personen gewährt werden, durchgeführt werden, ohne jegliche Erlaubnispflichten auszulösen. Es gibt keine rechtlichen Vorgaben hinsichtlich der Zahl der Kreditnehmer; typischerweise können bis zu 30 Personen als „begrenzte Anzahl“ gelten. Eine erlaubnisfreie Kreditvergabe ist auch darstellbar, wenn die Kreditnehmer identifiziert und dem Sponsor und/oder dem luxemburgischen Kreditgeber persönlich bekannt werden, bevor die Darlehensvergabe erfolgt.

Eine Darlehensvergabe kann in Luxemburg sowohl durch regulierte als auch durch unregulierte Vehikel strukturiert werden. Zu den regulierten Fonds zählen die SIFs und die SICARs sowie die Teil-II-Fonds. Die unregulierten Fonds sind zum einen der RAIFs oder die Personengesellschaften SCS<sup>23</sup> oder SCSp<sup>24</sup> und die Kapitalgesellschaften SCA (KGaA), SA (AG) oder S.à.r.l (GmbH). Bei den unregulierten Fonds wird nicht das Vehikel selbst reguliert, sondern nur der jeweilige Verwalter beaufsichtigt (AIFMD). Ein Sonderfall stellt die SOPARFI<sup>25</sup> dar, in der Gestalt einer Aktiengesellschaft oder GmbH, die nur als Holding oder Finanzierungsgesellschaft tätig ist.

<sup>19</sup> Organismen für kollektive Kapitalanlagen (OGA) nach Teil II des Gesetzes von 2010, die Privatanlegern die Möglichkeit geben, in andere Asset-Klassen als übertragbare Wertpapiere zu investieren.

<sup>20</sup> Der spezialisierten Investmentfonds (Specialised Investment Fund – SIF) wurde 2007 eingeführt.

<sup>21</sup> Die Investmentgesellschaft in Risikokapital (Société d’investissement en capital à risque – SICAR) wurde 2004 eingeführt.

<sup>22</sup> 2016 als eine ergänzende alternative Anlagendfondsform eingeführt: Der sogenannte Reservierte Alternative Investment Funds bzw. Reserved Alternative Investment Fund (RAIF) oder Fonds d’Investissement Alternatif Réserve (FIAR).

<sup>23</sup> Société en commandite simple – Kommanditgesellschaft mit eigener Rechtspersönlichkeit

<sup>24</sup> Société en commandite spéciale – Kommanditgesellschaft ohne eigene Rechtspersönlichkeit

<sup>25</sup> Société de PARTICIPATIONS FINANCIÈRES

Je nach Wahl des Fondstyps oder der Gesellschaft gelten andere Vorgaben, z. B. in Hinblick auf die Risikoverteilung oder den Anlegerkreis, und wird entweder der Fonds selbst oder nur der Manager des Fonds beaufsichtigt.

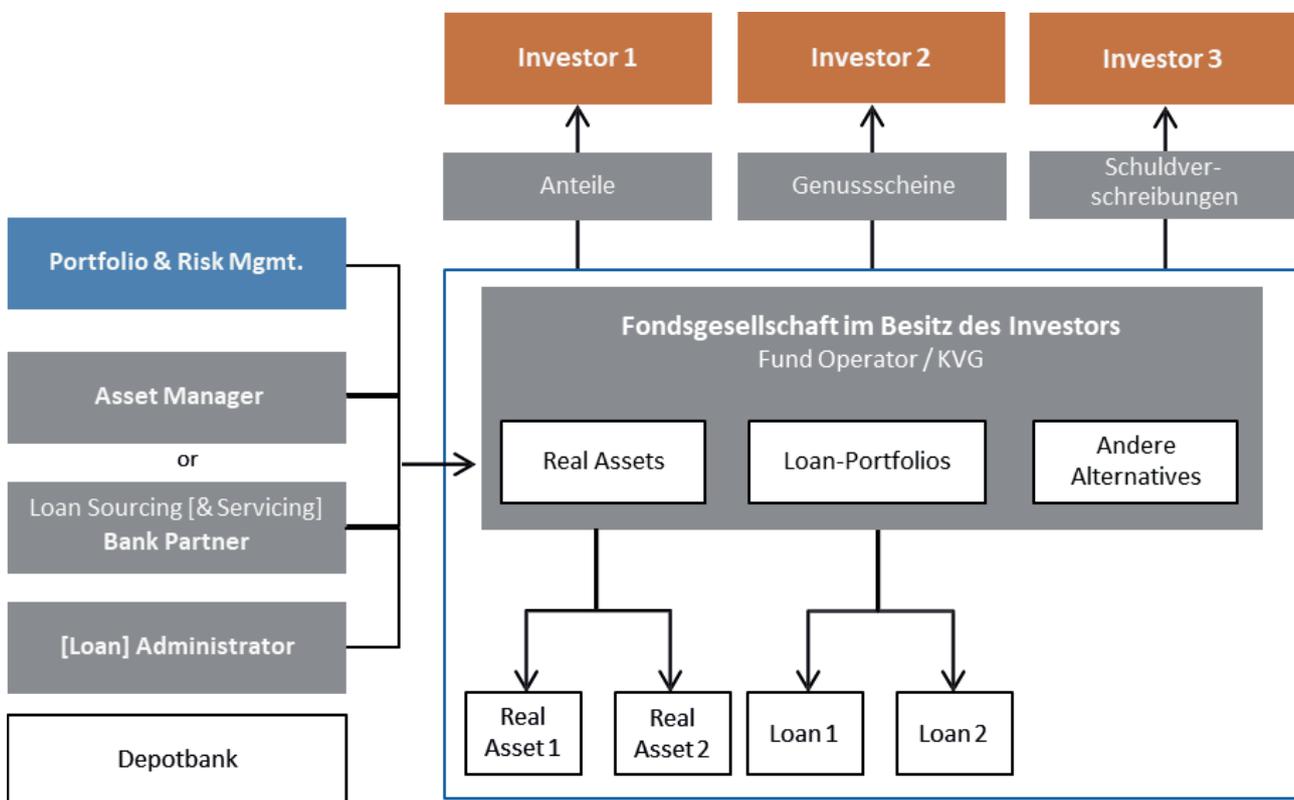
### Verbriefungsvehikel

Die Darlehensvergabe kann auch von einem unregulierten Verbriefungsvehikel durchgeführt werden, sofern dieses Vehikel

- nicht die von der Öffentlichkeit eingeworbenen Gelder für eine Kreditaktivität auf eigene Rechnung verwendet und diese Informationen in den Emissionsunterlagen enthalten sind,
- seine Wertpapiere nicht öffentlich anbietet und keine Wertpapiere kontinuierlich (d. h. mit maximal drei Emissionen von Wertpapieren pro Jahr) anbietet, oder
- die Gewährung der Darlehen nicht geschäftsmäßig betreibt.

### Luxemburger Masterfonds für alternative Anlagen

Nachfolgende Grafik<sup>26</sup> zeigt einen Luxemburger Masterfonds für diverse alternative Anlagen.



Es handelt sich um den Aufbau von kundeneigenen Luxemburger Fondsplattformen für Private Debt und andere alternative Anlagen wie Private Equity, Sachwerte etc. Strukturierungsziel ist es, einen Masterfonds für alle alternativen Anlagen zu haben.

Dieser kann als Personengesellschaft (SCS) oder Körperschaft (SCA, SA) ausgestaltet werden und hat in der Regel die Form eines SIF oder RAIF. Der Masterfonds ist skalierbar, das Reporting ist auf Masterfondsebene konsolidiert, was ebenfalls die Steuerung der Gesamtportfolioallokation erleichtert.

<sup>26</sup> Vgl. BAI-Webinar: Private Debt – Teil 2/6, Jones Day, 15.09.2016, S. 15

Die einzelnen Investoren bzw. letztlichen Risikoträger können je nach Präferenz (bzw. regulatorischen Vorgaben, denen sie selbst unterliegen), über unterschiedliche Instrumente bzw. Kapitalstrukturen gemäß ihrem jeweiligen Risikobudget investieren.

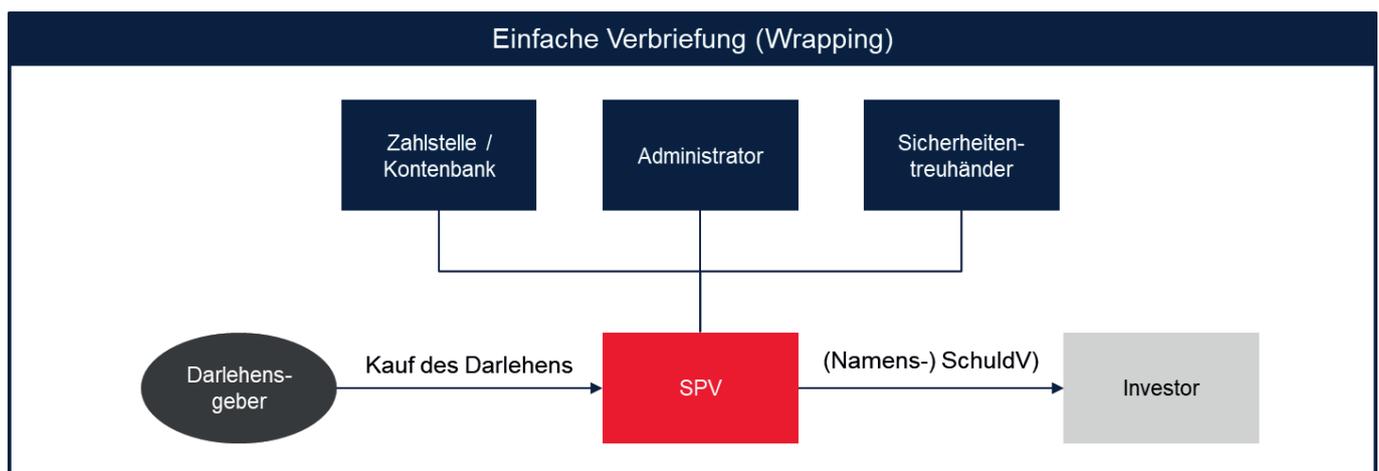
### 3.2.7 Verbriefungsstrukturen

Die Assetklasse Private Debt sind nicht nur über Fondsstrukturen investierbar, sondern auch über Verbriefungsstrukturen (siehe oben). Es liegen oftmals Beweggründe in der Sphäre des (institutionellen) Investors vor, die zur Wahl einer Verbriefung führen, wie z. B. die Entlastung der Risikoquote in der AnIV oder die Reduzierung der Eigenkapitalunterlegung unter Solvency II. Die angebotenen Lösungen sind dabei so vielfältig wie die jeweiligen Investoren.

Aufgrund des materiellen Fondsbegriffs ist das KAGB auf sog. „Verbriefungszweckgesellschaften“ nicht anwendbar (Bereichsausnahme von §2 Abs. 1 Nr. 7 KAGB). Eine solche Verbriefungsgesellschaft liegt in der Praxis bei klassischen Verpackungsstrukturen ohne Tranchierung (z.B. Delta-1-Zertifikaten, Genussscheinen) regelmäßig vor. Inwieweit bereits tatbestandlich ein AIF im Sinne der AIFMD bzw. ein Investmentvermögen im Sinne des KAGB vorliegt, ist dann unerheblich.

#### a) Einfache (untranchierte) Verbriefungsstruktur (Wrapper)<sup>27</sup>

Eine Verbriefungszweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle – SPV) erwirbt eine unverbriefte Darlehensforderung vom Darlehensgeber. Sie refinanziert das Darlehen durch die Ausgabe von Wertpapieren in Form von (Namens-) Schuldverschreibungen.

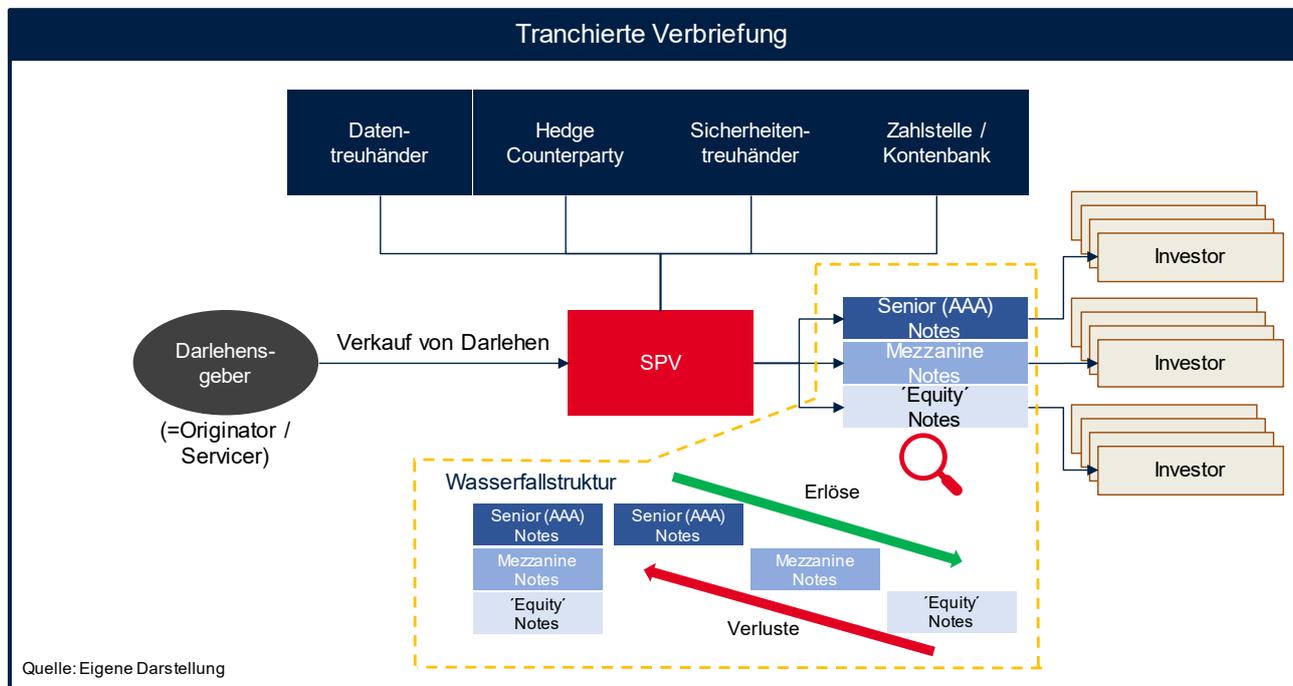


Die Zahlungseingänge (Zins und Tilgung) unter dem Darlehen werden an den Investor durchgeleitet. Aus Sicht des Investors ist das Strukturierungsziel die Umwandlung einer unverbrieften Darlehensforderung, die er in seiner Bilanz hielte, wenn er das Darlehen direkt vom Darlehensgeber erwürbe, in ein „verbrieftes“ Recht, also in ein Wertpapier. Der Investor kauft letztlich also Schuldverschreibungen statt (unverbriefter) Darlehensforderungen. Werden die Wertpapiere durch das SPV in Form von ABS ausgegeben, können diese Investments beim Investor bspw. unter einer anderen Nummer der Anlageverordnung verbucht werden (vgl. Kapitel 3.3.2).

<sup>27</sup> Vgl. Grafik: Eig. Darstellung in Anlehnung an BAI-Webinar: Private Debt – Teil 2/6, Jones Day, 15.09.2016, S. 8

**b) Tranchierte Verbriefung<sup>28</sup>**

In der Private-Debt-Praxis sind neben einfachen Verbriefungen tranchierte Verbriefungen gängige Strukturmodelle. Der Darlehensgeber (auch Originator oder Servicer genannt) verkauft dem SPV ein von ihm generiertes Forderungsportfolio.



Das SPV refinanziert sich ebenfalls durch die Ausgabe von Schuldverschreibungen; im Gegensatz zur Wrappern gibt das SPV Schuldverschreibungen verschiedener Klassen aus, z. B. Senior Notes (AAA), Mezzanine Notes und Equity Notes. Die Schuldverschreibungen werden tranchiert zur Verbesserung des Ratings der höchsten Klasse. Strukturierungsziel von tranchierten Verbriefungen ist die günstige Refinanzierung für den Originator über den Kapitalmarkt und eine Bilanz- und/oder Eigenkapitalentlastung des Originator.

**3.3 Investorenregulierung**

**3.3.1 Solvency II**

Größere Versicherungsunternehmen sind Adressaten der Richtlinie Solvency II, deren Schwerpunkte risikobasierte Solvabilitätsvorschriften für die Eigenmittelausstattung (Säule I) und qualitative Anforderungen an das Risikomanagement von Versicherungsunternehmen/-gruppen (Säule II) sowie erweiterte Publikationspflichten (Säule III) bilden.<sup>29</sup> Wie bei Basel II wird somit ein Drei-Säulen-Ansatz verfolgt. Das Risikoprofil einer Versicherung ist naturgemäß anders als das einer Bank. Bei einer Versicherung spielt das versicherungstechnische Risiko (das Kerngeschäftsrisko) die größte Rolle bei der Risikobewertung. Die für Kreditinstitute wichtigen Kredit- und Marktrisiken sind für Versicherungen nachgelagert. Säule I von Solvency II behandelt die Höhe der Mindestkapitalanforderung (MCR – Minimum Capital Requirement) und die Höhe der Solvabilitätskapitalanforderung (SCR – Solvency Capital Requirement) im Verhältnis zu den anrechnungsfähigen Eigenmitteln (EOF – Eligible Own Funds).

Das SCR, die Sollgröße für das Eigenkapital, wird nach Solvency II mit Hilfe der sogenannten Standardformel oder eines internen Modells berechnet.

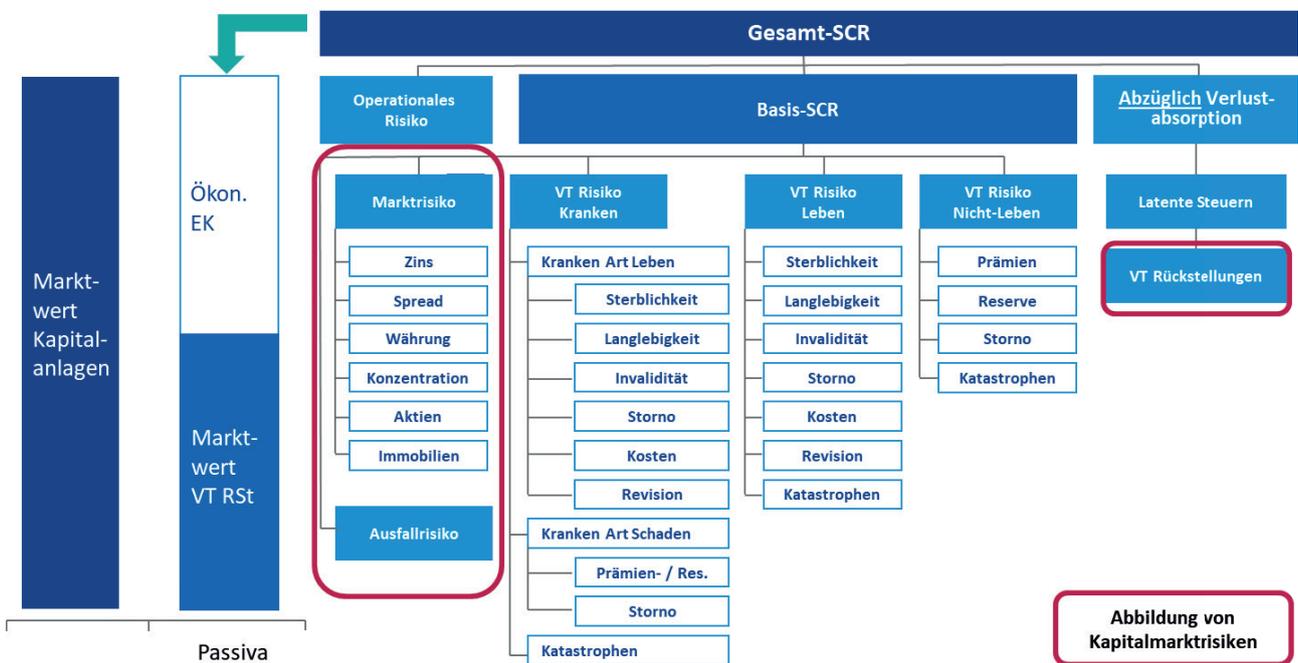
<sup>28</sup> Vgl. Grafik: Eig. Darstellung in Anlehnung an BAI-Webinar: Private Debt – Teil 2/6, Jones Day, 15.09.2016, S. 9

<sup>29</sup> Die Richtlinie wurde europaweit 2009 veröffentlicht und ist seit Januar 2016 in Kraft.

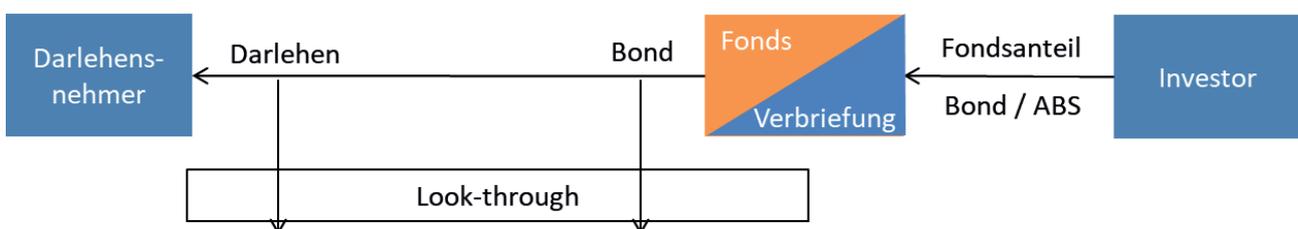
Die Versicherungsunternehmen können ihre spezielle Situation durch angepasste Modelle genehmigen lassen; tun sie dies nicht, haben sie die Standardformel anzuwenden.

Die Standardformel berücksichtigt sowohl verschiedene versicherungsspezifische Risiken als auch operationelle Risiken. Die Basis-SCR soll Kapitalanforderungen der verschiedenen Risikoarten abdecken, unter anderem das Marktrisiko. Art. 87 der Delegierten Verordnung (DVO) EU 2015/35 der Kommission legt (mit Verweis auf die EU-Rahmenrichtlinie) die Abbildung der Marktrisiken als Teil des Mindestumfangs der im Risikokapitalmodell zu erfassenden Risiken fest.

Das Marktrisiko besteht aus sechs Komponenten (Submodulen), jeweils mit dem Fokus auf die Änderung bestimmter Kapitalmarktbedingungen (vgl. nachfolgende Grafik<sup>30</sup>). Insbesondere das Spread-, aber auch das Zins-, Fremdwährungs- und Konzentrationsrisiko sind für die Anlage von größeren Versicherungsunternehmen in Private Debt relevant. Der größten Bedeutung kommt dem Spread-Risiko zu, das abhängig ist von Bonitätsstufe und Duration.



Bei Fondsvehikeln kommen unter Berücksichtigung des Durchschau-Prinzips (look-through) grundsätzlich folgende Vorgehensweisen in Betracht: Es wird durch den Fonds durchgeschaut und damit das SCR auf der Einzelebene, also z.B. für eine einzelne Darlehensforderung im Fonds, ermittelt. Dieses look-through wird ggf. mehrstufig angewendet, sofern das Fondsvehikel seinerseits Anteile an AIF hält.



<sup>30</sup> Vgl. BAI-Webinar: Debt Fonds – Solvency II, KPMG, 01.12.2016, S. 6

Nach dem unter Solvency II geltenden Prudent Person Principle – und im Gegensatz zu Anlagekatalogen oder Anlagenummern der AnIV – darf ein Versicherer grundsätzlich seine Kapitalanlagen in diejenigen Vermögenswerte investieren, die er unter Gesichtspunkten wie Asset-Liability-Management für sinnvoll erachtet.

Der Solvency-Gesetzgeber legt je nach Asset unterschiedliche, standardisierte Eigenkapitalmittelunterlegungen für Investitionen in Eigenkapital (wie Aktien) oder in Fremdkapital (wie Anleihen und Unternehmenskredite) fest. Hierbei wird deutlich, dass Investitionen in Fremdkapital in der Regel vorteilhafter sind als in Eigenkapital, sofern das Rating des Unternehmens nicht schlechter als 3 (BBB) ist bzw. kein Rating (unrated) vorhanden ist. Die genaue Berechnung der Eigenkapitalunterlegung erfolgt mittels einer Standardformel, die die jeweilige Duration des Kredites/der Anleihe berücksichtigt.

Spread-Risiko nach Solvency II									
in %	Fremdkapital (Anleihen und Kredite)							Eigenkapital (Aktien)	
Duration in Jahren	Bonitätseinstufung							Aktien Typ 1	Aktien Typ 2
	0 (AAA)	1 (AA)	2 (A)	3 (BBB)	Unrated	4 (BB)	≤ 5 (B)	EWR/OECD	nicht EWR/OECD
1	0,9	1,1	1,4	2,5	3,0	4,5	7,5	39,0	49,0
5	4,5	5,5	7,0	12,5	15,0	22,5	37,5		
10	7,0	8,4	10,5	20,0	23,5	35,0	58,5		
15	9,5	10,9	13,0	25,0	29,2	44,0	61,0		
20	12,0	13,4	15,5	30,0	35,0	46,6	63,5		

Quelle: Amtsblatt der Europäischen Union L12 vom 17.01.2015, S. 111/112 (FK) und S. 109 (EK)

Fondsanteile werden, sofern es sich um einen geschlossenen, nicht hebel-finanzierten AIF handelt, der keine Durchschau ermöglicht, wie Eigenkapital behandelt und danach unterschieden, ob der Fonds einen EWR/OECD-Sitz (Typ-1) oder keinen EWR/OECD-Sitz (Typ-2) hat. Bei der Möglichkeit einer Durchschau auf den einzelnen Kredit innerhalb des Fonds gelten hingegen die Stressfaktoren für den jeweiligen Kredit wie in der Tabelle oben beschrieben.

Für eine einfachere Darstellungsweise wurden nur bestimmte Jahre dargestellt; die dazwischen liegenden Zeiträume besitzen mit ansteigender Duration höhere Eigenkapitalunterlegungen. Dabei werden zusätzlich in einem Fünf-Jahres-Rhythmus die dazukommenden, jährlichen Eigenkapitalunterlegungspflichten reduziert, bis sie letztendlich auf 0,5 % pro Jahr abgeschmolzen sind.

### 3.3.2 Anlageverordnung/Kapitalanlagerundschriften zur AnIV

Die „Verordnung über die Anlage des Sicherungsvermögens von Pensionskassen, Sterbekassen und kleinen Versicherungsunternehmen (Anlageverordnung – AnIV)“ vom 18. April 2018 ist maßgeblich für die Vermögensallokation der unmittelbar betroffenen, sogenannten „kleinen“, Versicherungsunternehmen und der Pensionskassen, sowie für Versorgungswerke, die kraft (landes-)gesetzlicher Regelung zur Einhaltung der AnIV-Anlagerestriktionen verpflichtet sind. Darüber hinaus gibt es auch viele Investoren, die sich freiwillig der AnIV unterworfen haben, wie z. B. kirchliche Versorgungswerke, Stiftungen oder auch einige Family Offices.<sup>31</sup>

<sup>31</sup> Die aktuelle Fassung der AnIV vom 18. April 2018 ist inhaltlich im Wesentlichen gleichlautend mit der an das KAGB angepasste AnIV in der Fassung vom 3. März 2015. Das bisherige Kapitalanlagerundschriften aus dem Jahr 2011 war nach der Novellierung der AnIV nur noch bedingt aussagekräftig. Deshalb wurde seither vor allem die Begründung zur AnIV aus dem Jahr 2015 („Begründung-AnIV“) zur Auslegung der AnIV herangezogen.

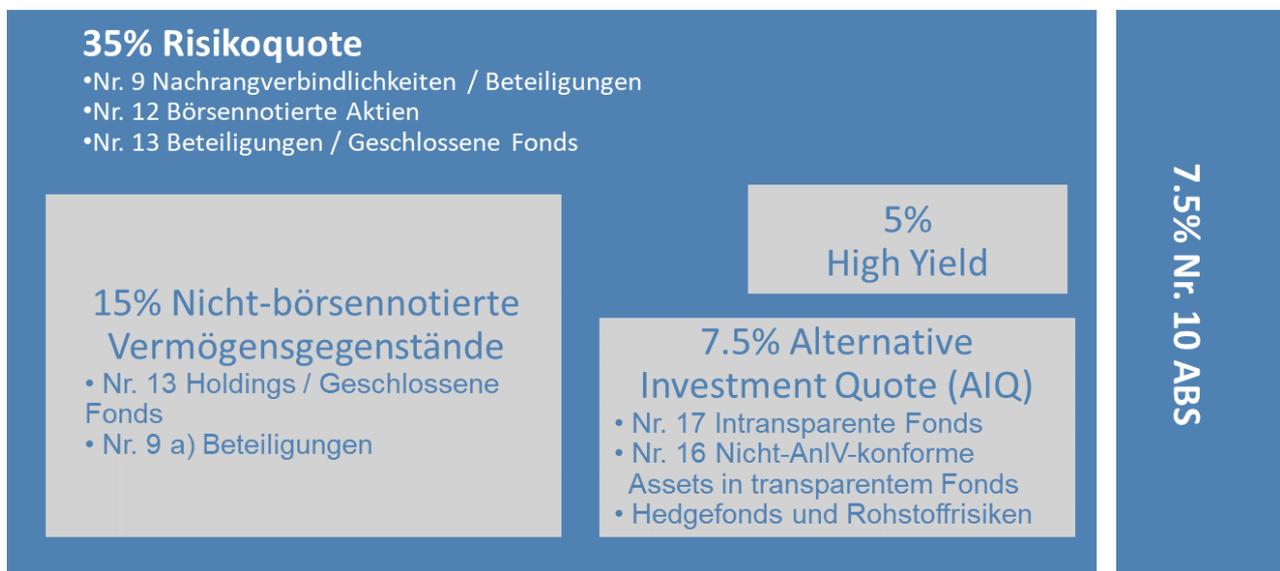
	Direktanlage	Indirekte Anlagen über Fonds oder andere Strukturierungen				
	Aus Bilanz	Offener Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen gemäß § 284 KAGB	Geschlossene EU-Spezialfonds / Geschlossene Spezial-AIF	Geschlossene EU-Spezialfonds / Geschlossene Spezial-AIF	Strukturierte Schuldverschreibungen	(Inhaber-/Namens-) Genussscheine
Qualifizierung nach den Nummern von § 2 Abs. 1 der AnIV	Nr. 4c Unternehmenskredite inkl. Infrastrukturdarlehen: -Darlehen an neu gegründete Unternehmen und Unternehmen unterhalb des Investment-Grade-Bereichs -Darlehen an Infrastrukturgesellschaften  Darlehen von Unternehmen mit Sitz in EWR/OECD Kein Kreditinstitut/keine Bank  „ausreichend“ Sicherheit, d.h. „dingliche“ Sicherheit oder Vertragssicherheit  „Speculative Grade“  lex specialis, eigenständige Regelung zu Verbriefungen nach Nr. 10 auch bei indirekter Anlage durch Fonds, Verbriefung oder vergleichbare Struktur (auch Anwendung im Rahmen indirekter Anlage über offene Spezial-AIF i.S.d. Nr. 16)  Besondere Mischungsquote von 5% Teil der Risikokapitalquote von 35%	Nr. 16 Offene Darlehensfonds  Spezial-AIF, die Anforderungen nach § 284 KAGB erfüllen und nicht von Nr. 14c erfasst werden  Grds. mind. 1x im Jahr Rückgaberecht ausreichend für Fungibilität  Anlagekatalog gem. § 284 KAGB  Bis zu 100% Kredite/unverbriefte Darlehensforderungen Nur Gewährung von Gesellschafterdarlehen, keine Vergabe von externen Darlehen (beschränkte Verweisung in § 284 Abs. 5 KAGB ausschließlich auf § 285 Abs. 3 KAGB)  Restrukturierung und Prolongation unverbriefter Darlehensforderungen zulässig	Nr. 13b „Private Equity Fonds“, PE-ähnliche Investmentstrategie  „mit unternehmerischen Risiken verbundenes Geschäftsmodell“  Sofern keine PE-Strategie, ist Nr. 17 einschlägig  Geschlossene Kreditfonds  „andere Instrumente der Unternehmensfinanzierung“ geht über Nr. 9 und 12 hinaus und erfasst auch FK-Instrumente  Grds. alle Kreditformen der Unternehmensfinanzierung  Primärgeschäft: Darlehensvergabe möglich (direct lending), auch Restrukturierung von Krediten  Erwerb von Darlehen auf Sekundärmarkt möglich EuVECA, EuSEF, ELTIF, EU-AIF	Nr. 17 „Sonstige AIF“  Auffangtatbestand, falls nicht bereits von den Nummern 13b, 14c, 15 und 16 erfasst  Falls keine PE-ähnliche Strategie, ist Nr. 17 einschlägig und nicht Nr. 13b Geschlossene Kreditfonds  EuVECA, EuSEF, ELTIF, EU-AIF	Nr. 10a ABS und ABS-vergleichbare Strukturen  Unabhängig von Tranchierung (sofern „asset linked“, d.h. an Kredite referenziert)  § 284 KAGB: Erwerbbarkeit als Wertpapier?	Nr. 9 Nachrangdarlehen, Genussscheine

Quelle: Eigene Darstellung BAI, Michael Bommer

Oben stehende Tabelle zeigt die verschiedenen Nummern von § 2 Abs. 1 AnIV, welchen die Investitionen in Unternehmenskredite zugeordnet werden müssen. Dabei haben die Investoren die Möglichkeit sowohl direkt (vgl. a) als auch indirekt (vgl. b) in Kredite zu investieren.

**a) Direktanlage aus Bilanz § 2 Abs. 1 Nr. 4c AnIV**

So ist zum ersten die Direktanlage aus der Bilanz in Unternehmenskredite inkl. Infrastrukturdarlehen nach § 2 Abs. 1 Nr. 4c AnIV zu nennen. Dies betrifft Darlehen an neu gegründete Unternehmen und Unternehmen mit einer Bonität unterhalb des Investment-Grade-Bereichs (sogenannte „High-Yield-Unternehmensdarlehen“) sowie Darlehen an Infrastrukturgesellschaften. Zur Wahrung des Anlagegrundsatzes der Sicherheit ist jedoch mindestens eine Bonitätseinstufung im Bereich Speculative-Grade erforderlich. Es muss sich um Darlehen von Unternehmen mit Sitz in EWR oder OECD handeln und es darf sich nicht um ein Kreditinstitut oder eine Bank handeln. Eine ausreichende Sicherheit ist bei dinglichen oder einer Vertragssicherheit gegeben. Nr. 4c ist als lex specialis, also einer eigenständigen Regelung zu Verbriefungen nach § 2 Abs. 1 Nr. 10 AnIV zu sehen; dies gilt ebenfalls bei indirekten Anlagen in unverbriefte Darlehensforderungen über Fonds, Verbriefungen oder vergleichbare Strukturen.



Anlagen in unverbriefte Darlehensforderungen unterliegen der Mischungsquote von 5 %. Sie sind nach § 3 Abs. 2 Nr. 3 AnIV „direkte und indirekte Anlagen nach § 2 Abs. 1 Nr. 4c AnIV auf 5 % des Sicherungsvermögens (zu begrenzt“ und Teil der Risikokapitalquote von 35 %. Eine grafische Darstellung der Mischungsquoten der AnIV bietet die Übersicht zur Risikoquote (S. 20).<sup>32</sup>

## **b) Indirekte Anlagen über Fonds und andere Strukturierungen**

### **Indirekte Anlagen über andere Strukturierungen § 2 Abs. 1 Nr. 9 und 10 AnIV**

Für mittlere und kleinere Versicherer, für Pensionsfonds und Pensionskassen ist der direkte Erwerb einzelner Darlehen aus der Bilanz allerdings unüblich: Einerseits, weil kein eigener Marktzugang besteht, und andererseits, weil bilanzielle Risiken und administrativer Aufwand bei der Verbuchung von Einzeldarlehen entstehen. Sie suchen in der Regel gepoolte Lösungen mit externen Managern über Fonds und Verbriefungen bzw. von Zweckgesellschaften (SPV) emittierte Schuldverschreibungen. Die Einschaltung von Zweckgesellschaften ist darüber hinaus im Infrastrukturbereich auch deswegen häufig anzutreffen, weil diese Strukturvariante entweder von den Betreibern (Pooling der Finanzierung) oder von anderen internationalen Investoren gewünscht wird. Bei indirekten Anlagen nach § 2 Abs. 1 Nr. 4c i.V.m § 3 Abs. 2 Nr. 3 AnIV handelt es sich um Strukturen, bei denen Darlehen, die jeweils die Voraussetzungen nach § 2 Abs. 1 Nr. 4c AnIV erfüllen, nicht direkt erworben werden, sondern beispielsweise in einem Fonds, einer Verbriefung oder einer vergleichbaren Struktur zusammengefasst werden. Die indirekten Erwerbsmöglichkeiten von Darlehen nach § 2 Abs. 1 Nummer 9, Nummer 10a oder die einschlägigen Nummern für den Erwerb via Fonds (Nr. 13b, Nr. 16 oder Nr. 17) in der Anlageverordnung werden nachfolgend dargestellt.

#### **§ 2 Abs. 1 Nr. 9 AnIV**

Forderungen aus nachrangigen Verbindlichkeiten und Genussrechte können unter § 2 Abs. 1 Nr. 9 AnIV erworben werden. Einfache, untranchierte Verbriefungsstrukturen sind in der Strukturierungspraxis recht häufig anzutreffen. Die Verbriefung eines Forderungsportfolios wird durch die Ausgabe von Genussrechten refinanziert. In diese Genussscheine kann wiederum ein Investor investieren; er tut dies nicht direkt, sondern in der Regel über einen investoreneigenen Masterfonds. Forderungen aus nachrangigen Verbindlichkeiten und Genussrechten sind insbesondere dadurch gekennzeichnet, dass sie bei Insolvenz des Schuldners den Forderungen der übrigen Gläubiger im Range nachgehen. Daher ist die Nummer 9 die speziellere Vorschrift für alle Arten von nachrangigen Verbindlichkeiten und Genussrechten. Genussrechte, die im Falle ihrer Verbriefung als Genussscheine bezeichnet werden, gewähren schuldrechtliche Ansprüche auf aktionärstypische Vermögensrechte, wie z. B. Genussscheine mit dividendenabhängiger Ausschüttung, begründen aber keine gesellschaftsrechtlichen Teilhaberechte.

#### **§ 2 Abs. 1 Nr. 10 AnIV**

Unter § 2 Abs. 1 Nr. 10a sind strukturierte Schuldverschreibungen erwerbbar. Damit sind ABS und ABS-vergleichbare Strukturen gemeint. Diese sind unabhängig von einer Tranchierung (sofern „asset linked“, d. h. an Krediten referenziert). Asset Backed Securities (strukturierte Finanzinstrumente, die mit Forderungsrechten besichert sind) und Credit Linked Notes (mit Kreditrisiken verknüpfte Finanzinstrumente) sowie andere Anlagen nach § 2 Abs. 1 AnIV, deren Ertrag oder Rückzahlung an Kreditrisiken gebunden sind oder mittels derer Kreditrisiken eines Dritten übertragen werden, sind nur geeignet, wenn das schuldende bzw. emittierende Unternehmen seinen Sitz in einem Staat des EWR oder einem Vollmitgliedstaat der OECD hat (Nummer 10 Buchstabe a). Im Falle einer Börsennotierung (Nummer 10 Buchstabe b) gelten dieselben Voraussetzungen wie für Schuldverschreibungen.

---

<sup>32</sup> Vgl. BAI-Webinar: Debt Fonds – Teil 3/6, Jones Day, 22.09.2016, S. 10

### Indirekte Anlagen über Fonds § 2 Abs. 1 Nr. 13b, 16, 17 AnIV

Der Erwerb von Kreditfonds ist unter verschiedenen Anlageklassen der AnIV denkbar:

In Betracht kommt hierbei zunächst die Qualifikation als Private-Equity-Fonds nach **§ 2 Abs. 1 Nr. 13b** AnIV. Danach sind Beteiligungen an geschlossenen Fonds erwerbbar, die insbesondere in (andere) Instrumente der Unternehmensfinanzierung investieren.

Nach dem Kapitalanlagerundschriften<sup>33</sup> sind dies (beispielhaft) Forderungen aus nachrangigen Verbindlichkeiten. Das rein passive Halten von Darlehen in Private-Equity-Fonds ist jedoch nach wie vor nicht zulässig. Eine Einordnung unter Nummer 13b kommt nur dann in Betracht, wenn eine über die schlichte Kreditverwaltung hinausgehende Kreditvergabe individuell geprüft (Due Diligence) und überwacht wird.

Eine zweite Möglichkeit besteht in Form der Qualifikation als Spezialfonds nach **§ 2 Abs. 1 Nr. 16** AnIV. Nummer 16 referiert auf § 284 KAGB, welcher den offenen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen zum Gegenstand hat. Nach dem KAGB könnte ein Spezialfonds nach § 284 und seinem Anlagekatalog bis zu 100 % in Kredite bzw. unverbriefte Darlehensforderungen investieren. Allerdings schränkt das Kapitalanlagerundschriften in Abschnitt B 4.13 iv) dies weiter ein und setzte eine Grenze für unverbriefte Darlehensforderungen bei maximal 30 % des Wertes des AIF fest, sodass der Erwerb unter dieser Anlageklasse – jedenfalls für einen reinen Kreditfonds – ausscheidet.

Die dritte und letzte Möglichkeit besteht in der Form der Qualifikation nach **§ 2 Abs. 1 Nr. 17** AnIV. Die Nummer 17 erlaubt Anlagen in inländische AIF und EU-Investmentvermögen, die nicht von einem der speziellen Fonds-Anlagebestände erfasst werden. Diese müssen von einer KVG verwaltet werden, die über eine Erlaubnis nach § 20 Abs. 1 KAGB verfügt, oder von einer Verwaltungsgesellschaft mit Sitz in einem Staat des EWR, die zum Schutz der Anleger einer öffentlichen Aufsicht (Erlaubnis) – vergleichbar mit der nach § 20 Abs.1 KAGB – unterliegt. US-Fonds sind damit ausgeschlossen. Nr. 17 ermöglicht damit grundsätzlich den Erwerb von Investmentvermögen, die zu 100 % in unverbriefte Darlehensforderungen investieren.

Der § 2 Abs. 1 Nr. 17 AnIV ist als Auffangtatbestand gedacht und erweitert die Anlagemöglichkeiten in verschiedene Investmentvermögen, die von den anderen Nummern nicht abgedeckt werden. Auch die Anlage in Zielfonds/Hedgofonds über Dachfonds/Dach-Hedgofonds ist damit unter bestimmten Voraussetzungen möglich.

---

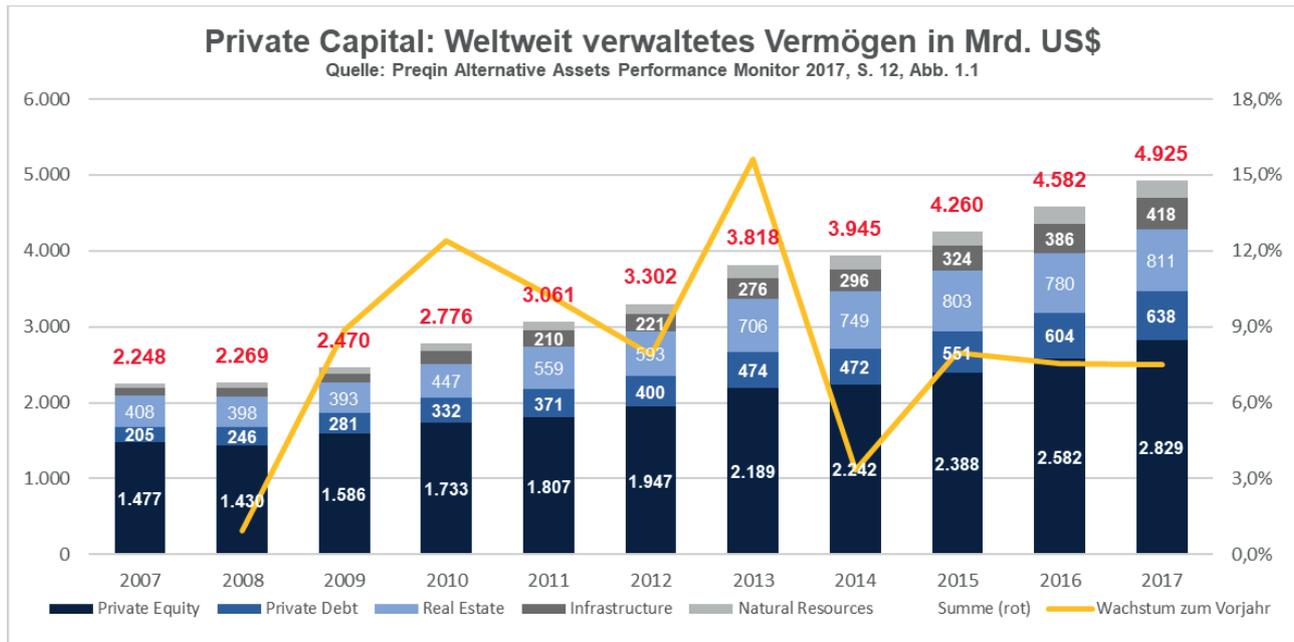
<sup>33</sup> Vgl. BaFin: Kapitalanlagerundschriften 11/2017 – Hinweise zur Anlage des Sicherungsvermögens von Erstversicherungsunternehmen, (...) für kleine Versicherungsunternehmen (...), 12.12.2017

## Kapitel 4: Marktüberblick Corporate Private Debt

### 4.1 Entwicklung der Alternative Investments – Private-Capital-Märkte

#### 4.1.1 Die weltweite Entwicklung der verwalteten Vermögen

Das verwaltete Vermögen der Alternative Investments Branche belief sich im Jahre 2017 weltweit auf rund 8,4 Bill. US\$. Davon waren rund 3,5 Bill. US\$ in Hedgefonds investiert. Die restlichen 4,9 Bill. US\$ verteilten sich auf die fünf Private-Capital-Märkte: Private Equity, Private Debt, Real Estate (Immobilien), Infrastructure (Infrastrukturprojekte) und Natural Resources (Rohstoffe).<sup>34</sup>



Nach wie vor dominieren die Eigenkapitalinvestitionen (Private Equity) die verwalteten Vermögen mit einem Volumen von rund 2,8 Bill. US\$ in 2017. Das entspricht einem weltweiten Anteil von 58 % am verwalteten Vermögen der Private-Capital-Märkte und rund 34 % am verwalteten Vermögen aller Alternative Investments, also inklusive der von Hedgefonds verwalteten Vermögen. An zweiter Stelle stehen Investitionen im Bereich Real Estate (Immobilien) mit einem Volumen von 811 Mrd. US\$ und einem Anteil von rund 16 % an den Private-Capital-Märkten. Hierbei ist zu beachten, dass nicht jede Transaktion auf dem Immobilienmarkt in die Kategorie „Alternative Investments“ fällt. Der private Kauf eines Einfamilienhauses oder der direkte Kauf einer Betriebsimmobilie fallen nicht in diese Kategorie, genauso wenig wie Immobilienfinanzierungen, die über eine Bank getätigt werden. Wenn aber der Kauf als Rendite- oder Wertobjekt von einem oder mehreren professionellen Investoren getätigt wird und sich diese eines Fonds, REITs oder einer anderen Gesellschaftsstruktur (z. B. KG) zur Finanzierung bedienen, fällt dies in den Bereich der Alternative Investments und wird dem Immobilienbereich der Private Capital Märkte zugerechnet.

Der Markt für Unternehmens-Kreditfonds (Private Debt)<sup>35</sup> liegt weltweit gesehen erst an dritter Stelle, mit einer Größenordnung von rund 638 Mrd. US\$ in 2017, was einem Anstieg von rund 5,6 % zum Vorjahr 2016 (604 Mrd. US\$) entspricht. Der Anteil an den verwalteten Vermögen der Private-Capital-Märkte liegt damit in 2017 bei rund 13 %.

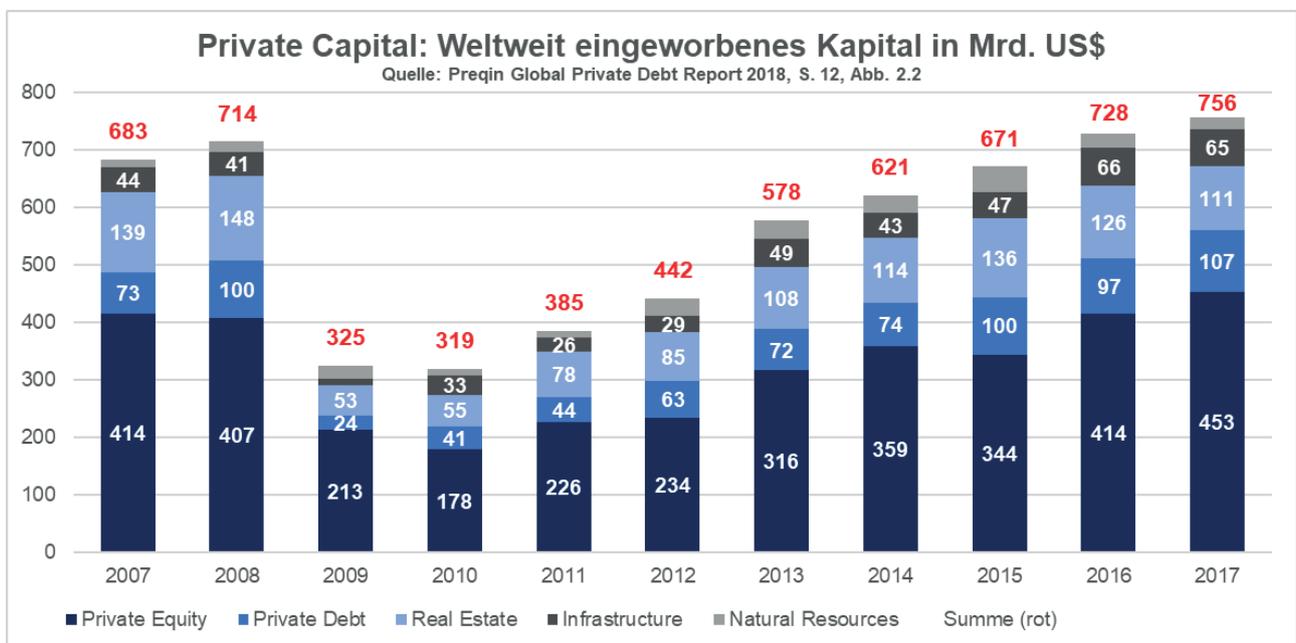
<sup>34</sup> In der Studie werden vor allem Daten vom Datenlieferanten Preqin verwendet. Die vorgestellte Einteilung und Definition (vgl. auch Kapitel 2) entspricht daher den zur Verfügung stehenden Daten dieses Anbieters.

<sup>35</sup> Preqin benutzt den Begriff Private Debt für Corporate Private Debt. Andere Private Debt Aktivitäten im Bereich Real Estate oder Infrastruktur werden diesen Bereichen zugeordnet.

Die restlichen Bereiche Infrastruktur (418 Mrd. US\$) und Rohstoffe (229 Mrd. US\$) folgen dann auf den Plätzen vier (8 %) und fünf (5 %).

Deutlich erkennbar ist das weltweite Wachstum der Private Capital Märkte innerhalb der Alternative Investments (vgl. gelbe Linie in der obigen Grafik). So wuchs die Summe der Märkte insgesamt mit einer durchschnittlichen, jährlichen Wachstumsrate von 8,2 % innerhalb der letzten zehn Jahre. Allerdings folgt das Wachstum nicht einem kontinuierlichen Trend, sondern ist starken Schwankungen unterworfen. Zwar gab es bisher keine negativen Wachstumsraten zum Vorjahr, aber das jährliche Wachstum hat eine hohe Schwankungsbreite zwischen 1 % im Krisenjahr 2008 und fast 16 % im Jahre 2013. In den letzten drei Jahren scheint sich das Wachstum in einer Bandbreite zwischen 7,5 % und 8 % zu bewegen und ist damit deutlich konstanter als in der Vergangenheit.

Dies wird auch anhand des jährlich neu eingeworbenen Kapitals für die Private-Capital-Märkte deutlich. Hier lässt sich zudem die Finanzkrise besser ablesen, als dies bei den verwalteten Vermögen in der Grafik zuvor der Fall ist. Denn die Finanzkrise hat auch bei den Alternative Investments zunächst für einen deutlichen Einbruch im Jahr 2009 gesorgt. Erst im Jahr 2016 konnte weltweit das Vorkrisenniveau wieder erreicht bzw. überschritten werden.

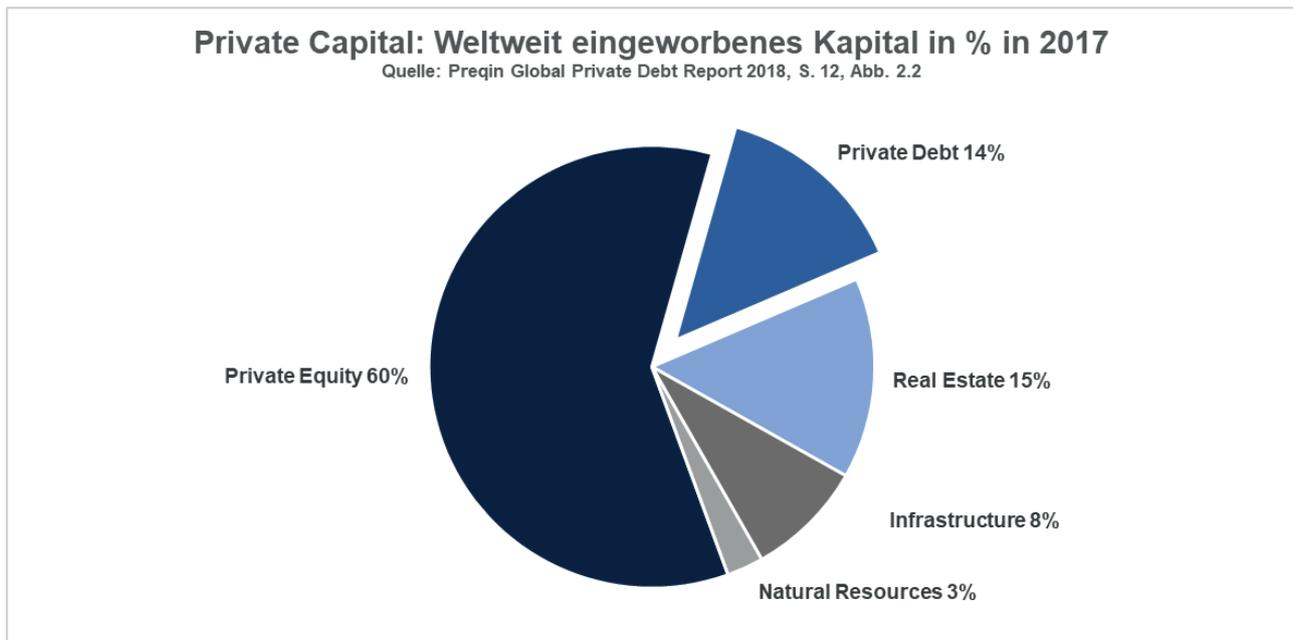


Der Rückgang durch die Finanzkrise betraf die einzelnen Private-Capital-Märkte unterschiedlich stark. Bei Private Equity wurde das Volumen des neu eingeworbenen Kapitals fast um die Hälfte reduziert; im Bereich Private Debt wurden sogar nur noch ein Viertel des im Vorjahr 2008 erhaltenen Kapitals eingesammelt. Selbst der Immobilienbereich – vor allem in Deutschland immer als sicherer Hafen tituliert – musste aufgrund der Subprime-Krise einen deutlichen Rückgang auf nur noch rund ein Drittel der bisherigen eingeworbenen Summe hinnehmen.

Rund sieben Jahre dauerte die Erholung der meisten Private-Capital-Märkte. Nur die Bereiche Rohstoff und Infrastruktur erholten sich wesentlich schneller und übertrafen ihre Vorkrisenniveaus schon in den Jahren 2012 und 2013. Bei den Rohstoffen lag dies in erster Linie an den gestiegenen Preisen für Industriemetalle und fossile Brennstoffe und im Bereich Infrastruktur waren staatliche Investitionen der Treiber des schnelleren Wachstums.

#### 4.1.2 Die weltweite Entwicklung von Corporate Private Debt

Innerhalb der Private Capital Märkte nimmt Private Debt, wie oben ausgeführt, eine eher untergeordnete Rolle ein. Im Jahr 2017 lag der Anteil von Private Debt bei den verwalteten Vermögen bei rund 13 % und beim jährlich neu eingeworbenen Kapital lag er bei rund 14 %, was zukünftig auf einen steigenden Anteil bei den verwalteten Vermögen schließen lässt.



Das Private Debt „nur“ an dritte Stelle steht, hängt unter anderem damit zusammen, dass die einzelnen Transaktionen im Bereich Real Estate höhere Volumina einnehmen, als innerhalb der Unternehmens-Kreditfonds. Denn diese spezialisieren sich bisher noch in den meisten Ländern eher auf das kleine bis mittlere Kreditsegment und besitzen daher oft noch kleinere Fondsvolumina als Immobilienfonds.

Bei der regionalen Verteilung von Corporate Private Debt dominiert nach wie vor Nordamerika, und hier in erster Linie die USA, den Markt. In den USA hat die Nicht-Banken-Finanzierung (Kredite inklusive der Kapitalmarktinstrumente) seit jeher einen höheren Stellenwert als in Europa und hatte schon im Zeitraum 2002 bis 2014 einen Marktanteil von durchschnittlich 80 %.<sup>36</sup> Jedoch hat die Finanzkrise die Kreditfonds in Nordamerika empfindlich getroffen und deren Erholung auf das Vorkrisenniveau ist bis dato noch nicht erfolgt. Mit 67 Mrd. US\$ in 2017 liegt das Volumen noch rund 20 Mrd. US\$ unter dem (Vor-)Krisenniveau in Höhe von 87 Mrd. US\$ in 2008. Da auch die Kreditvergabe in Nordamerika und insbesondere in den USA restriktiver geworden ist, bleibt abzuwarten, ob dieses Niveau überhaupt wieder erreicht werden kann.

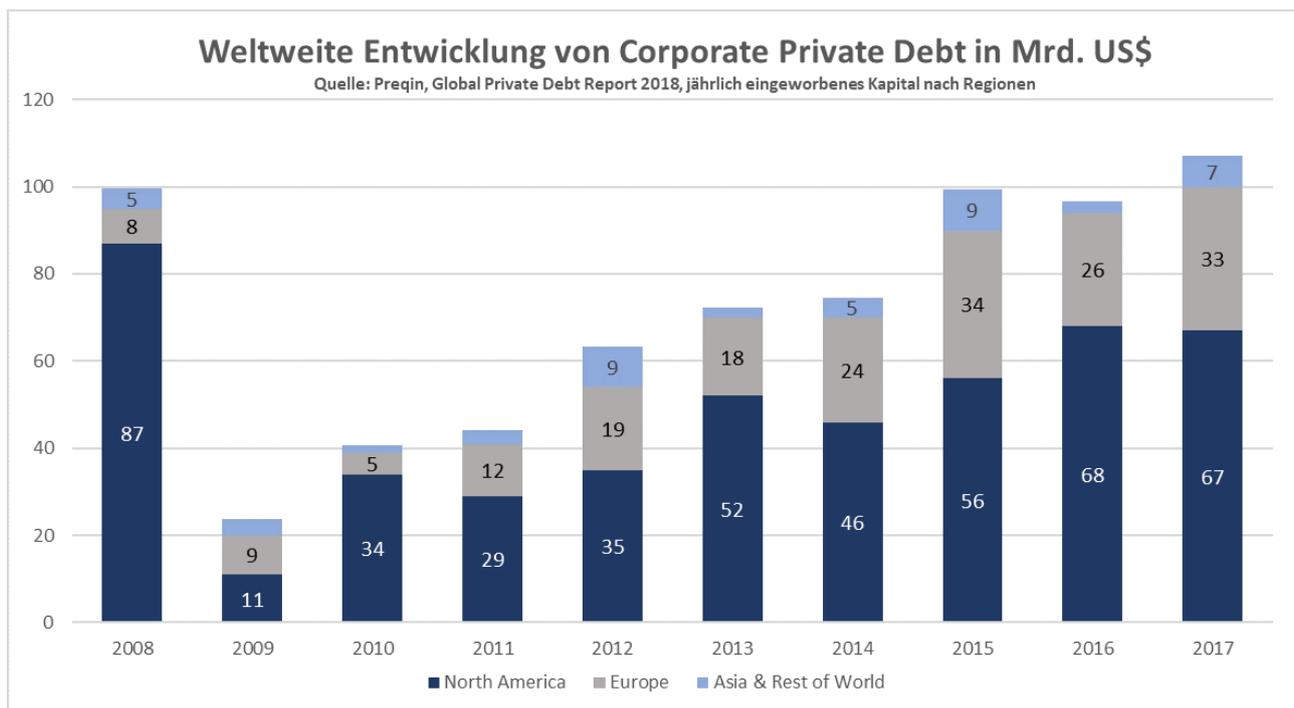
Hingegen hat sich der europäische Markt für Kreditfonds wesentlich besser entwickelt. Zwar ist das Niveau noch weit vom nordamerikanischen Markt entfernt, aber in Europa und vor allem in Deutschland dominieren noch nach wie vor die Banken den Markt für die unterschiedlichen Unternehmensfinanzierungsarten. Deren Anteil lag im gleichen Zeitraum (2002 – 2014) bei rund 55 %.<sup>37</sup> Dennoch konnte das eingeworbene Kapital der Kreditfonds innerhalb von zehn Jahren in Europa von 8 Mrd. US\$ in 2008 auf rund 33 Mrd. US\$ in 2017 ansteigen. Das ist mehr als das Vierfache, wobei das Wachstum nicht kontinuierlich erfolgte, sondern durch starke Schwankungen geprägt war.

<sup>36</sup> Vgl. Inder Bir Singh, Private Debt: Finanzierung für den Mittelstand, in IKB Valin Funds, März 2016, S. 2. Der Anteil der Nicht-Banken-Finanzierung bezieht sich auf einen Zeitraum zwischen 2002 – 2014 und dürfte aktuell weiter gesunken sein. Neuere Daten liegen nur für den Leverage-Buy-Out-Markt (kurz: LBO-Markt – Markt für Übernahmefinanzierungen mit einer hohen Verschuldung) vor.

<sup>37</sup> Vgl. Inder Bir Singh, Private Debt: Finanzierung für den Mittelstand, in IKB Valin Funds, März 2016, S. 2.

Dadurch ist der Anteil der Banken bei der reinen Kreditfinanzierung von europäischen Unternehmen im kleinen (unter 5 Mio. Euro Kreditvolumen) und mittleren Mittelstand (5 Mio. bis 75 Mio. Euro Kreditvolumen) im Jahre 2017 auf inzwischen nur noch 43 % zurückgegangen.<sup>38</sup>

Eine ähnliche Entwicklung haben die Kreditfonds auch in Asien und der restlichen Welt genommen, wobei das Volumen mit nur 7 Mrd. US\$ in 2017 nicht das bisher höchste darstellt. Dieses wurde mit 9 Mrd. US\$ sowohl in 2012 als auch in 2015 erreicht. Die Schwankungen in Asien und der Rest der Welt sind die Folge der einzelnen, in Teilen vollkommen unterschiedlichen, wirtschaftlichen Entwicklung der verschiedenen Länder. Denn in dieser Kategorie werden alle Entwicklungsländer aber auch Staaten wie China, Japan und die asiatischen Tigerstaaten zusammengefasst. Daher ist diese regionale Zusammensetzung starken Schwankungen unterworfen.



Weltweit gesehen hat in 2017 die Finanzierung über Corporate Private Debt das Vorkrisenniveau von 2008 überstiegen, obwohl gerade in Nordamerika, dem größtem Private-Debt-Markt, dieses Niveau noch deutlich unterschritten wird. Das weltweite Wachstum stammt ursächlich aus Europa.

### 4.1.3 Die Entwicklung von Corporate Private Debt in Europa

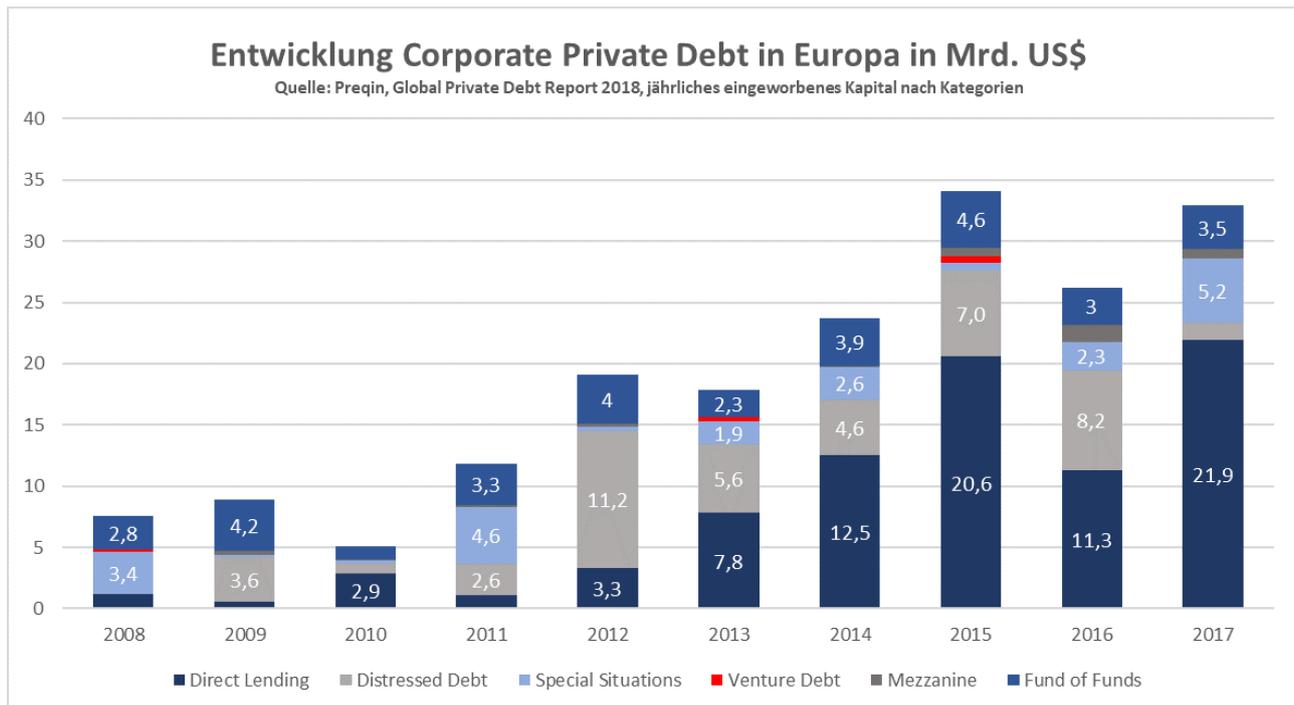
Auch in Europa ist die Entwicklung der Kreditfonds nicht kontinuierlich wachsend gewesen, sondern wurde teilweise durch große Schwankungen begleitet. So hat der Anteil der klassischen Unternehmenskredite, die von Kreditfonds bereitgestellt wurden (Direct Lending), gerade seit 2013 deutlich zugenommen, wenn auch nicht in allen Jahren (vgl. z. B. 2016).

Der erste deutliche Wachstumsimpuls für Unternehmenskredite in Europa erfolgte im Jahr 2010 als eine Folge der Finanzkrise. Im Zuge des ersten Teils der Finanzkrise (die Bankenkrise), dessen prominentes „Opfer“ im Jahre 2007 die Investmentbank Lehman Brothers war, waren die Banken gezwungen, auf viele Kreditengagements Wertberichtigungen durchzuführen.

<sup>38</sup> Vgl. Iinvest Partners: Chancen nutzen: Private Debt in Europa, 2018, S. 6 (Grafik), Originaldaten von EZB.

Diese Wertberichtigungen beschränkten sich nicht nur auf verbriefte Strukturen aus den USA, sondern im längeren Verlauf der Krise, ab 2008, auch auf „normale“ Kreditengagements bei europäischen Kreditnehmern. Daraufhin schränkten die Banken auch die Neu-Kreditvergabe im Sub-Investment-Grade-Bereich ein und fokussierten sich auf die besten Bonitäten, um so Eigenkapital zu „sparen“.<sup>39</sup>

In diese Bresche sprangen dann die Kreditfonds, die ab 2010 auf dem Höhepunkt der Bankenkrise und mit Einsetzen des zweiten Teils der Finanzkrise, der Eurokrise (auch Staatsschuldenkrise genannt), auf dem europäischen Markt Fuß fassten. Das eigentliche, kontinuierliche Wachstum setzte erst zwischen 2012 und 2015 ein, als die Eurokrise durch den massiven Einsatz von billigem Zentralbankgeld und staatlichen Rettungsfonds unterdrückt wurde.



Der sehr deutliche Rückgang in 2016 in Europa hat unterschiedliche Gründe, die in den einzelnen europäischen Märkten begründet sind (für Deutschland siehe Kapitel 4.3). Ab 2017 fand aber der Markt für klassische Unternehmenskredite (Direct Lending) wieder zu seiner ursprünglichen Stärke von 2015 zurück und übertraf den bereits hohen Wert aus diesem Jahr.

Viel detaillierter kann man hingegen die europäische, wirtschaftliche Entwicklung, in der Kategorie notleidende Kredite (Distressed Debt) ablesen. Hier ist in den Krisenjahren 2009, 2012 (negatives, reales BIP-Wachstum in der EU) und im leicht rückläufigem Jahr 2016 eine deutliche Zunahme zum jeweiligen Vorjahr zu erkennen.<sup>40</sup> Dieser Verlauf zeigt deutlich die wichtige Funktion, die gerade diese Form der Bereitstellung von Unternehmenskrediten über Kreditfonds innerhalb der Volkswirtschaft einnimmt. Denn der Bereich Distressed Debt übernimmt gerade in schwierigen Zeiten problematische Kredite von Banken und entlastet diese. Gleichzeitig bekommen die Unternehmen die Möglichkeit auch in schwierigen, teilweise existenzbedrohenden Phasen eine Refinanzierung zu erhalten. Dies wird natürlich, aufgrund des hohen Risikos einer drohenden Insolvenz, auch entsprechend bepreist. Das Unternehmen erhält aber durch diese Kreditfondsfinanzierung eine Überlebensperspektive. Banken hingegen würden in Krisenzeiten solche Risiken erst gar nicht eingehen.

<sup>39</sup> Vgl. zur Einschränkung der Kreditvergabe von Banken in wirtschaftlich schwierigen Zeiten: Dr. Constantin Echter: Spannend, aber komplex: Private Debt, Interview in Portfolio-Institutionell, Sept. 2018, S. 30.

<sup>40</sup> Vgl. Eurostat 2018: Schlüsseldaten über Europa, S. 33 (Abb. Reales BIP-Wachstum, EU-28, 2000 – 2017).

Die Entwicklung der Sondersituationen hängt in erster Linie nicht von gesamtwirtschaftlichen Faktoren ab, sondern orientiert sich an individuellen Unternehmensproblemen oder besonderen Geschäftssituationen (vgl. Kapitel 2). Daher ist die Entwicklung hier besonders schwankend und geht üblicherweise nicht konform mit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Auch die hohen Werte im Jahre 2008 und 2011 lassen sich nicht zwingend auf eine wirtschaftliche Entwicklung zurückführen. Denn das höchste Volumen erreichte dieser Bereich im Jahre 2017, der in ganz Europa durch eine gute wirtschaftliche Lage geprägt war. Die Unternehmen in Europa wissen, dass gerade in schwierigen Finanzierungssituationen Kreditfonds oft die schnelleren Lösungen bieten, sodass gerade Sondersituationen fast ausschließlich von Kreditfonds finanziert werden, wenn auch zu deutlich höheren Zinsverpflichtungen.

Die Kategorien Venture Debt und Mezzanine gehorchen ebenfalls eher individuellen Unternehmensentwicklungen, als dass sie signifikant auf gesamtwirtschaftliche Faktoren oder gar Krisen reagieren. Dies erscheint bei Venture Debt zunächst auch einleuchtend, da hier vor allem in Reifephasen von Wachstumsunternehmen („etablierte“ Start-ups) Fremdkapital bereitgestellt wird. Deren Geschäftsideen oder die Nischen in denen sich diese Unternehmen bewegen, werden von aktuellen Krisen, vor allem aus der Finanzwelt, in der Regel zunächst nicht tangiert.

Bei Mezzanine-Finanzierungen verwundert eine solche Aussage zunächst. Denn Mezzanine ist ja gerade eine nachrangige Finanzierungsform, die bei hoher Verschuldung zusätzlich zu einer vorrangigen (Bank-) Finanzierung eingesetzt wird, also eigentlich für eine Krisenfinanzierung gerüstet scheint. Der Schein trügt jedoch. Denn Mezzanine „leidet“ ertragsmäßig gerade in schlechte Zeiten, in der die Unternehmen keinen Gewinn und oft auch Verlust machen. In solchen Situationen wird das Mezzanine-Kapital aufgebraucht und steht dann noch nicht einmal für eine Verzinsung zur Verfügung. Insofern werden Mezzanine-Finanzierungen gerne zusätzlich in normalen Konjunkturphasen eingesetzt, da hier die Wahrscheinlichkeit auf eine hohe Rendite durch Gewinn- und Zinszahlungen über die Laufzeit der Finanzierung sehr hoch ist. In Krisenzeiten würden die Investoren aber zunächst auf Rendite durch fehlende Gewinne und eventuell auch durch fehlende Verzinsungen durch die Verlustbeteiligung verzichten. Das macht Mezzanine in solchen Phasen unattraktiv.

Ebenso sind die Volumenschwankungen bei den Dachfonds, die im Gegensatz zu den anderen Kategorien nicht so stark ausfallen, nicht auf wirtschaftliche Faktoren zurückzuführen. Hier dürfte der Wunsch vieler Investoren nach einer breiten Diversifikation der Treiber sein. Zudem dürfen seit 2004 in Deutschland, unter bestimmten Voraussetzungen innerhalb der Struktur eines Dachfonds, auch Privatanleger diese Fonds zeichnen, sodass hier eine private Nachfrage mit hineinspielt.

In den nächsten Jahren werden die Schwankungen in der Entwicklung von Kreditfonds bleiben; sie sind ein Kennzeichen dieses Marktes in Europa. Denn viele Wachstumsimpulse für die Kreditfonds werden auch in Zukunft von der Kreditvergabe der Banken induziert, die je nach wirtschaftlichem oder regulatorischem Umfeld ihre Kreditzügel anziehen müssen oder diese ausweiten können.<sup>41</sup> Denn in direkter Konkurrenz haben die Kreditfonds zumindest auf kurze Sicht noch schlechte Karten, da sie zumeist teurer sind als eine langjährige Hausbank. Dabei wird aber auch zunehmend Kritik an der Zinshöhe der Banken für Unternehmenskredite laut, da diese angesichts der Kosten der Kreditvergabe bei Banken als zu niedrig empfunden wird.<sup>42</sup>

Viele wirtschaftliche Entwicklungen, die den europäischen Markt beeinflusst haben, sind auch für den deutschen Markt entscheidend. Allerdings ist die deutsche Wirtschaft die mit Abstand größte Volkswirtschaft in Europa und hat eine wesentlich andere Wirtschaftsstruktur als die meisten anderen europäischen Staaten. Zudem nahm die Entwicklung der deutschen Wirtschaft in den letzten zehn Jahren einen positiveren Verlauf als die der anderen EU-Staaten.

Daher werden im folgenden Kapitel die Besonderheiten des deutschen Marktes und seiner bisherigen Entwicklung kurz dargestellt.

---

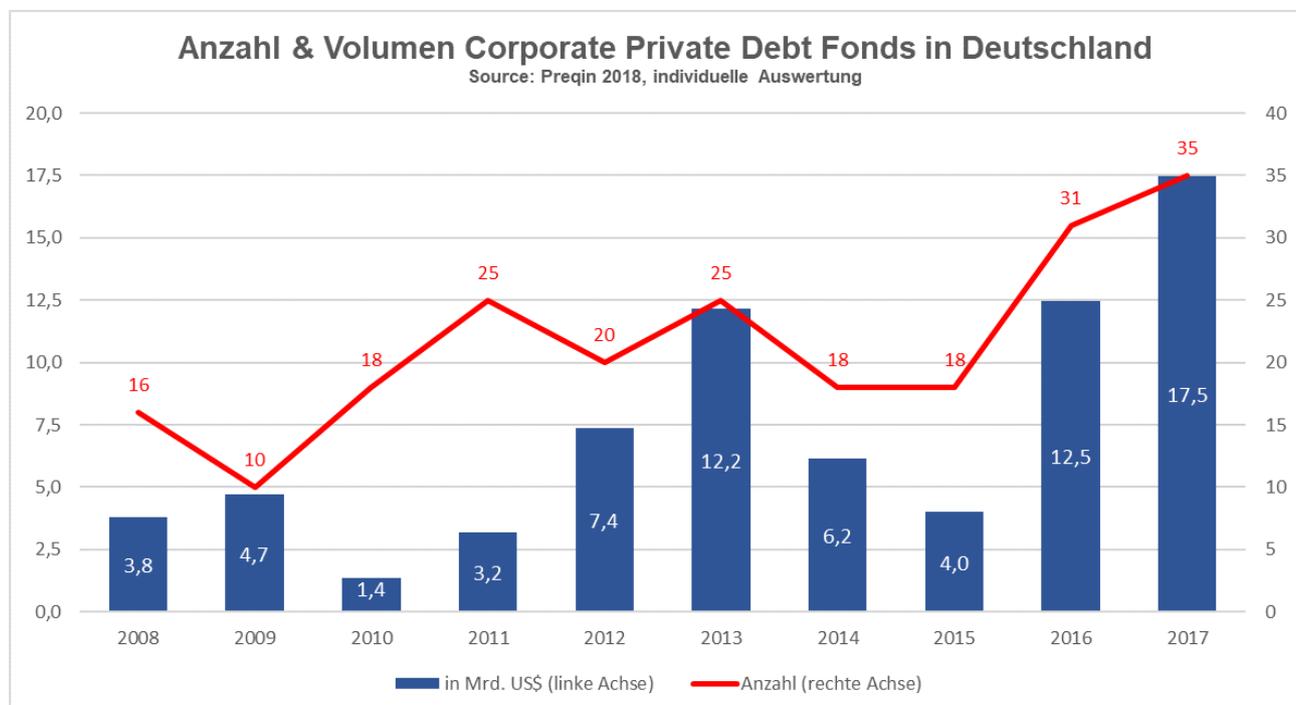
<sup>41</sup> In der derzeitigen wirtschaftlichen Verfassung der deutschen Wirtschaft sehen einige Marktteilnehmer wieder eine zu starke Expansion, aufgrund der Konkurrenzsituation am Kreditmarkt. Vgl. Andreas Kröner und Yasmin Osman: Der unheimliche Schuldenboom der deutschen Banken (...), Handelsblatt, 17.10.2018.

<sup>42</sup> Vgl. Jürgen Breuer: Die volkswirtschaftliche Dimension des Wirkens von Kreditfonds in Europa, Presseerklärung der Pemberton Asset Management Holdings Ltd., August 2018.

#### 4.1.4 Die Entwicklung der Kreditfonds in Deutschland

Die Definition von „deutschen“ Kreditfonds ist schwierig. Viele in Deutschland aktive Fonds haben einen Sitz in Luxemburg. Wenige Kreditfonds sind – aus regionalen Diversifikationsgründen – ausschließlich in Deutschland aktiv und bisher gibt es nur eine geringe Anzahl von Kreditfonds, die sowohl ihren Sitz als auch ihre Geschäftsaktivitäten einzig in Deutschland haben. In der folgenden Grafik sind daher alle Kreditfonds aufgeführt, die in Deutschland Kredite selbst vergeben oder Darlehen deutscher Kreditnehmer angekauft haben. Sie müssen dafür weder ihren Sitz in Deutschland haben, noch ausschließlich in Deutschland investiert sein.

Die hier dargestellte Aufteilung des Volumens und der Anzahl der Fonds zwischen Deutschland und der höheren Einheit Europa ist daher nicht eindeutig, sondern es kommt zu Überlappungen. Andere Quellen über den deutschen Markt weisen teilweise stark abweichende Zahlen auf. So wird die Anzahl der „Debtfonds“, die in Deutschland aktiv sind, auch schon einmal auf 40 – 50 Fonds geschätzt, ohne dass klar ist, ob diese Fonds reine Unternehmenskreditfonds sind, oder ob sich hierunter auch Infrastruktur- oder Immobilienkreditfonds befinden.<sup>43</sup> Eine eindeutige, genaue Anzahl oder ein Volumen ist daher letztendlich immer eine Definitionsfrage.



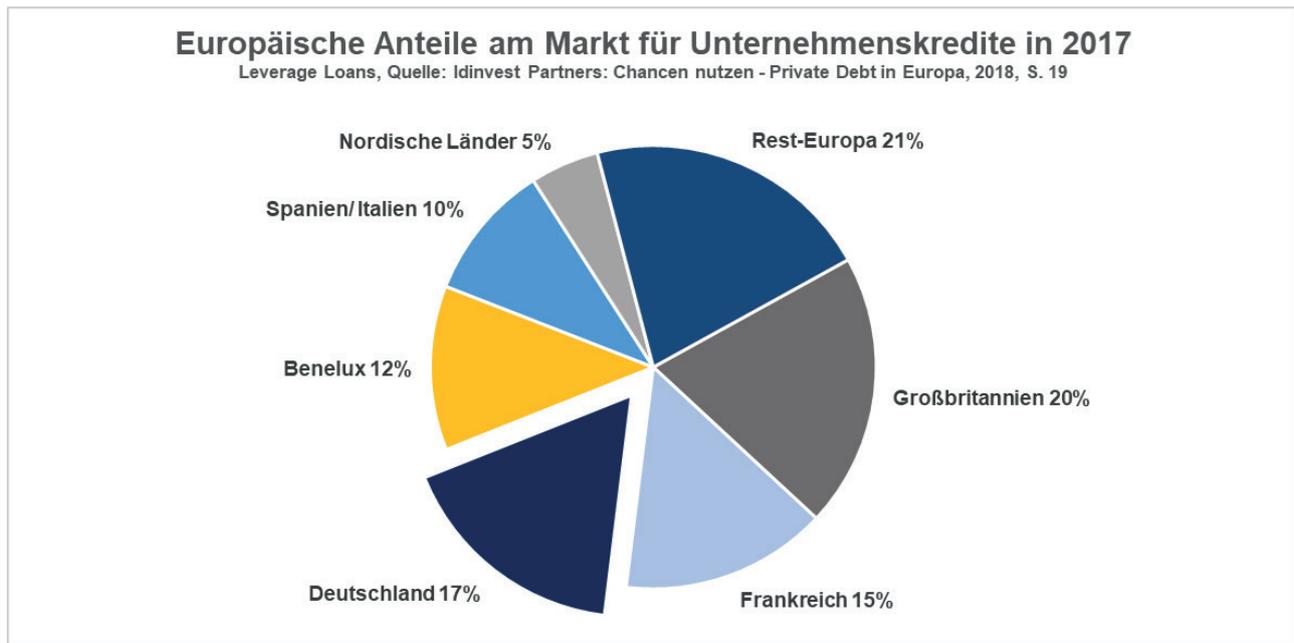
Die Grafik zeigt einen stark abweichenden Verlauf zur vorherigen europäischen Entwicklung. Dies liegt zum einen daran, dass hier die Anzahl der Kreditfonds und das Volumen der Kreditfonds abgebildet sind und nicht das jährlich eingeworbene Kapital wie in der vorherigen Grafik. Hier kann es zu Verschiebungen der Zeitpunkte zwischen Einwerbung und Investition (Volumen) kommen, die auch über die Jahresgrenze hinweggehen können. Erkennbar ist ein deutlicher Wachstumsschub ab dem Jahr 2010 bis in das Jahr 2013 hinein und damit ein Jahr länger als in der europäischen Darstellung.

Dann folgen zwei Jahre, die entgegen der gesamteuropäischen Entwicklung deutlich schrumpfen, um dann ebenfalls gegen die europäische Entwicklung wieder im Jahr 2016 deutlich zu wachsen. Auch der Zuwachs im Jahr 2017 ist in Deutschland mit 30 % signifikant höher als in Europa mit nur 20 %. Daten für das eingeworbene Kapital nur für Deutschland waren zum Zeitpunkt der Studie nicht zu erhalten.

<sup>43</sup> Vgl. Börsen-Zeitung: Hannover Finanz will Finanzierungslücke schließen, 25.05.2018, 2. Absatz

Um ein Gefühl für den Einfluss Deutschlands auf die europäische Entwicklung zu bekommen, wäre es daher hilfreich, sich den Anteil der deutschen Kreditfonds an allen Kreditfonds in Europa anzuschauen. Aber auch hierüber gibt es, aufgrund der schwierigen Definition von „deutschen“ Fonds, keine detaillierten Zahlen. Allerdings lässt sich der Anteil Deutschlands anhand der Unternehmenskredite in Europa, die durch institutionelle Investoren bereitgestellt werden (Leverage Loans), schätzen.

Dieser Anteil betrug in 2017 rund 17 % und war damit hinter Großbritannien, das auf rund 20 % Anteil innerhalb Europas kommt, der zweitgrößte Markt für Unternehmenskredite. Frankreich folgt mit deutlichem Abstand an dritter Stelle mit rund 15 % Anteil.<sup>44</sup>



Im Folgenden gehen wir auf die Besonderheiten der deutschen Wirtschaft im Bereich Kreditvergabe an Unternehmen ein (Kapitel 4.2) und zeigen die wesentlichen Markttreiber für das Kreditfondswachstum (Kapitel 4.3) sowie die Ausgestaltung der Kreditfonds (Kapitel 4.4) auf.

## 4.2 Der Markt für Kreditfinanzierungen in Deutschland

### 4.2.1 Die ökonomische Ausgangssituation auf dem Kreditmarkt

Die Markttreiber für Private Debt sind in den einzelnen Industrieländern sehr unterschiedlich, da sich auch die ökonomischen Strukturen der jeweiligen Wirtschaften stark voneinander unterscheiden.

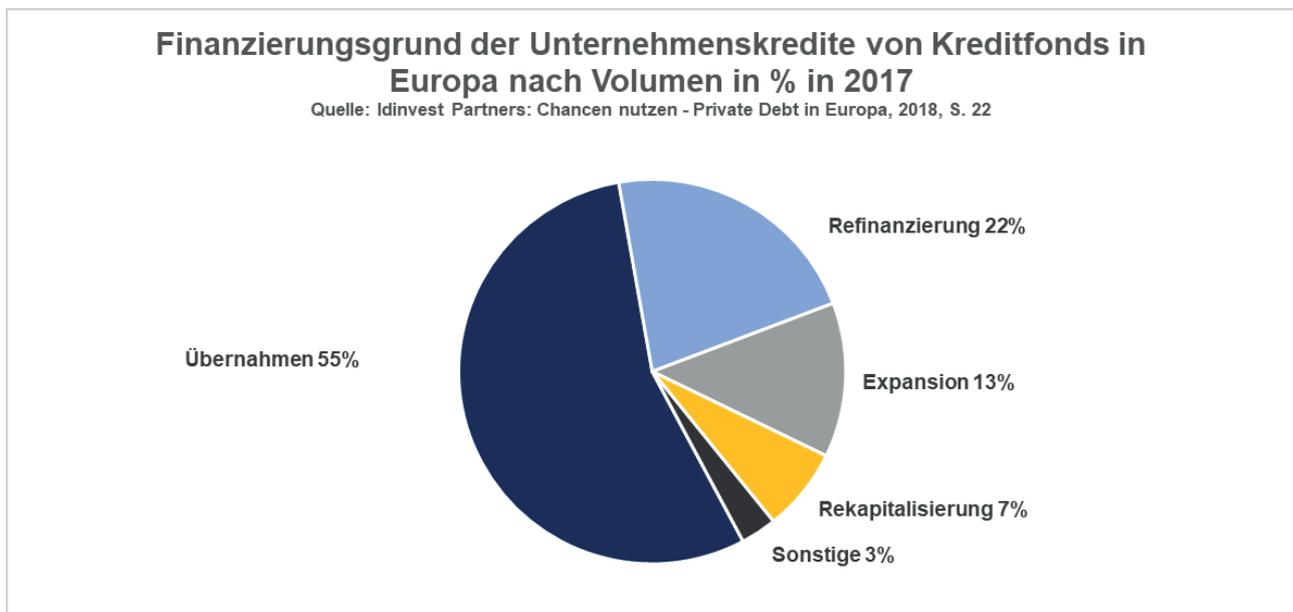
In den USA hat die Finanzierung über den Kapitalmarkt seit je her eine lange Tradition. Auch kleine Unternehmen sind oft schon als Aktiengesellschaft gegründet worden und werden teilweise als „Penny Stocks“ gelistet. Dadurch besteht ein direkter Kontakt in „den Kapitalmarkt“, sodass eine Finanzierung über diesen auch für kleine US-Firmen nicht ungewöhnlich ist. Zusätzlich gab es seit den 80er Jahren des letzten Jahrhunderts mehrere Konsolidierungswellen unter den einheimischen Banken, sodass diese in einige wenige Großbanken aufgegangen sind. Die Bank of America Merrill Lynch, die JP Morgan Chase & Co. und Wells Fargo sind nur einige prominente Beispiele für diese Entwicklung.<sup>45</sup> Im Zuge dieser Bankenfusionen fokussierten sich die neuen Großbanken auf das Geschäft mit größeren Unternehmen und zogen sich aus der Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen zurück.

<sup>44</sup> Vgl. Idivest Partners: Chancen nutzen: Private Debt in Europa, 2018, S. 19, Grafik Mitte.

<sup>45</sup> Vgl. ARES Market Insight April 2018: Opportunities in Global Direct Lending, S. 5

Durch beide Effekte – Zugang zum Kapitalmarkt und Rückzug der Großbanken – hat sich der Anteil der Kreditvergabe durch Banken seit den 90er Jahren des letzten Jahrhunderts massiv verringert und lag im Jahr 2017 in den USA bei nur noch 15 %.<sup>46</sup> Es wäre aber falsch, eine solche Entwicklung für Europa und vor allem für Deutschland eins zu eins zu übernehmen.<sup>47</sup>

Jedoch erobern sich auch in Europa die Kreditfonds einen immer größeren Anteil am Kreditkuchen der Unternehmen. So nimmt der Anteil der Kreditfonds, je nach dem Grund der Kreditfinanzierung, deutlich zu. Betrachtet man den Finanzierungsgrund in Europa im Bereich der Unternehmenskredite von Kreditfonds, so dominiert mit einem Anteil von rund 55 % derzeit noch die Finanzierung von Firmenübernahmen. An zweiter Stelle folgt die Refinanzierung von bestehenden Krediten mit einem Anteil von gut 22 %. In diesem Anteil dürfte ebenfalls ein hoher Prozentsatz von Übernahmefinanzierungen enthalten sein, die in die „zweite Runde“ ihrer Finanzierung gehen. Demnach stellen Firmenübernahmen derzeit den Hauptgrund von Finanzierungen durch Kreditfonds dar.

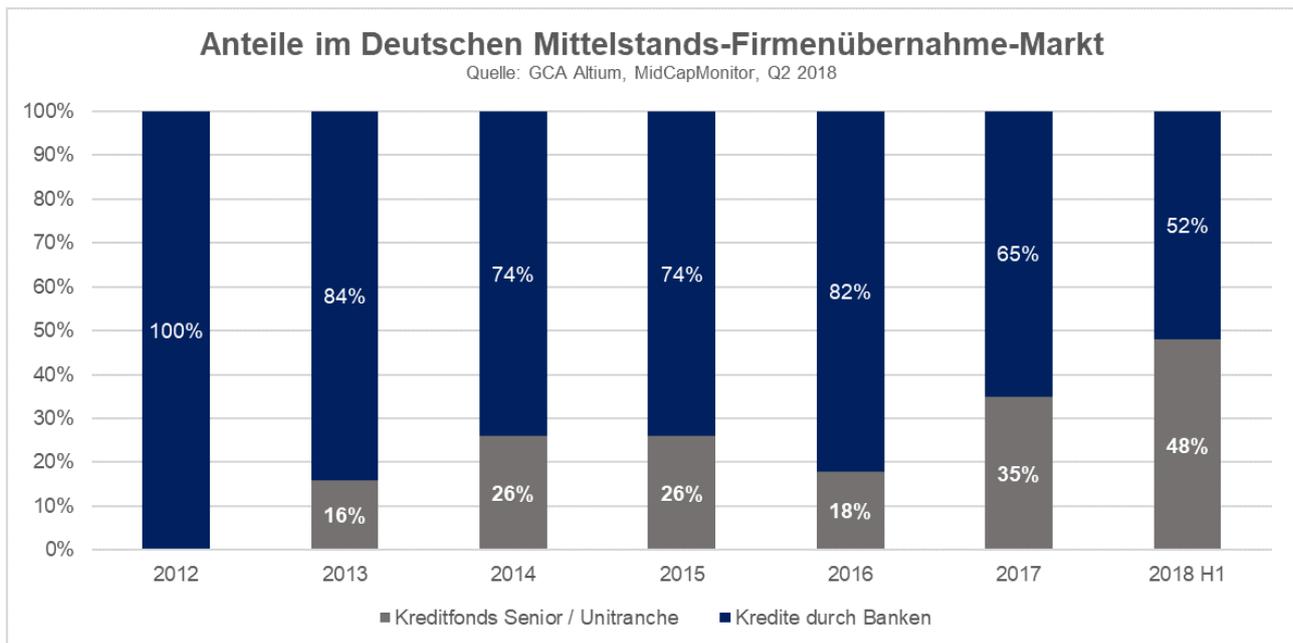


Im Bereich der Finanzierung von Firmenübernahmen im deutschen Mittelstand haben Kreditfonds im ersten Halbjahr 2018 bereits einen Marktanteil von rund 48 % erreicht. Im Vorjahr lag dieser Anteil noch bei 35 %. Dies zeigt, dass die Kreditfonds zumindest in bestimmten Teilmärkten die Dominanz der Banken massiv angreifen. Insgesamt liegt der Anteil der Kreditfonds an der gesamten Bandbreite der Unternehmensfremdfinanzierung aber noch deutlich unter der 50 %-Grenze und ist damit noch weit von den Verhältnissen auf dem US-Kreditfondsmarkt entfernt.

Dies hängt mit der höheren Anzahl an Banken in Europa und mit dem gemeinsamen Binnenmarkt zusammen, der den Banken aus dem europäischen Ausland ein grenzüberschreitendes Agieren ermöglicht. Dadurch entsteht unter diesen ein harter Konkurrenzkampf, der oft über den Preis – also den Zins – ausgetragen wird. Banken konnten somit seit der Jahrtausendwende an der Kreditgewährung für Unternehmen kaum Geld verdienen.

<sup>46</sup> Vgl. ARES Market Insight April 2018: Opportunities in Global Direct Lending, S. 6, Figure 4

<sup>47</sup> Vgl. Dr. Constantin Echter: Spannend, aber komplex: Private Debt, Interview in Portfolio-Institutionell, September 2018, S. 30 (oben rechts).



Der Kredit diente als Einstiegsprodukt in eine langfristige Kundenbeziehung, über die die Banken den Zugang zu höher bepreisten Bankdienstleistungen herstellen wollten. Oder die Banken versuchten lediglich die Strukturierung des Kredites durchzuführen, um dafür eine Provision zu erhalten, und anschließend den Kredit durch Verkauf oder Verbriefung wieder loszuwerden. Dadurch war die Implementierung von Kreditfonds aufgrund der Konkurrenz unter den Banken sehr schwierig. Zudem waren die regulatorischen Vorgaben in den einzelnen europäischen Ländern auch so einschränkend, dass ein Siegeszug zunächst ausbleiben musste.

In Deutschland existiert außerdem eine besondere Bankenlandschaft. Das dreigliedrige System aus Genossenschaftsbanken, öffentlichen Sparkassen und Privatbanken stellt eine außerordentliche Bankendichte dar, die vielen ausländischen Banken und Kreditfonds den Zugang zum deutschen Markt erschweren. Hierbei sind gerade die Sparkassen und die Genossenschaftsbanken auf kleine und mittlere Unternehmen „vor Ort“ spezialisiert und verfügen über langjährige, teilweise über Generationen aufgebaute Kundenbeziehungen, die sich nicht primär an der kurzfristigen Rentabilität der einzelnen Bankprodukte orientieren, sondern sich an regionalen und langfristigen Zielen ausrichten. Zudem handelt es sich bei Sparkassen und Genossenschaftsbanken um Retailbanken, die über hohe Spareinlagen ihrer Kunden verfügen und diese dem Mittelstand als Kredit zur Verfügung stellen. Die Verzinsung dieser Kredite an den Mittelstand orientiert sich demnach an der zugesicherten Verzinsung für den Sparer (plus Marge) und nicht an aktuellen Verzinsungen am Kapitalmarkt. Auch meidet der deutsche Mittelstand den Kapitalmarkt bzw. hat durch die vorherrschende Rechtsform der Personengesellschaft (vor allem der GmbH & Co. KG) meist nur einen eingeschränkten Zugang zu diesem.

Daher ist – im Gegensatz zum US-amerikanischen Markt – der Zugang zum Kapitalmarkt in Deutschland für kleine und mittlere Unternehmen stark eingeschränkt und damit die Bekanntheit von Finanzierungsvarianten zum Bankkredit eher gering. Auch ist die Konkurrenz in Deutschland durch das Bankensystem wesentlich größer und die Kreditkonditionen sind einem größeren Druck ausgesetzt als in anderen europäischen Ländern.<sup>48</sup> Die Voraussetzungen für eine ähnliche Entwicklung der Kreditfonds wie in den Vereinigten Staaten sind daher in Deutschland zunächst nicht gegeben.

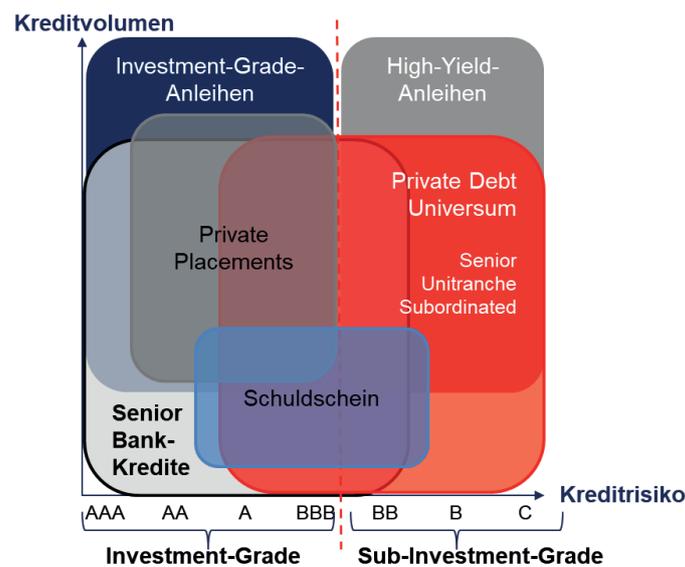
<sup>48</sup> Vgl. Andreas Kröner und Yasmin Osman: Der unheimliche Schuldenboom der deutschen Banken (...), in Handelsblatt vom 17.10.2018, 9. Absatz – „Kampfkonditionen“.

#### 4.2.2 Die unterschiedlichen Finanzierungsmöglichkeiten für Unternehmen

Die verschiedenen Kategorien von Kreditfonds (vgl. Kapitel 2) zeigen, dass das Private-Debt-Universum seine Stärken vorwiegend im Sub-Investment-Grade-Bereich hat.<sup>49</sup> Während bei besseren Bonitäten der Bankkredit, die Anleihe und Private Placements, aufgrund der günstigeren Zinskonditionen, dominieren, fängt der Kreditfonds-Bereich erst bei „schlechteren“ Bonitäten im Investment-Grade-Bereich an. Je nach Volumen der Finanzierung steht der Kreditfonds hier in erster Linie in Konkurrenz zum Bankkredit und zum deutschem Schuldschein.<sup>50</sup> Bei größeren Finanzierungen gibt es auch Überschneidungen zu anderen Arten von Private Placement (USPP oder Euro-PP) oder Investment-Grade-Anleihen, wobei diese eher theoretischer Natur sind. Denn Finanzierungen über Kreditfonds werden in der Regel dann getätigt, wenn das Unternehmen eher unbekannt ist, was gegen ein Private Placement spricht, oder wenn das Finanzierungsvolumen die Kosten für eine Anleihe nicht rechtfertigt.

Da Privatplatzierungen zudem in erster Linie der Finanzierung des laufenden Geschäftes dienen und nur bis zu einer Verschuldung von maximal dem 3,5-fachen des Unternehmens-EBITDA angeboten werden, ist deren Einsatz im Vergleich zum Kreditfonds zusätzlich stark eingeschränkt.<sup>51</sup> Insofern gibt es von den Volumina und Bonitäten zwar Überschneidungen, in der eigentlichen Auswahl der Finanzierungsart ist aber die Entscheidung eindeutig und in der Regel nicht austauschbar.

Dies ist im Bereich Bankkredit und Schuldschein<sup>52</sup> anders, wo der Kreditfonds in echter Konkurrenz steht und entweder durch Zinskonditionen, längere Laufzeiten, schnelle Zusage oder Tilgungsfreiheit überzeugen kann.



<sup>49</sup> Vgl. CFin – Research Center for Financial Services, Steinbeiss-Hochschule: Private Debt im Portfoliokontext, April 2018, S. 17 – nachfolgende Grafik in Anlehnung an Solutio/ Deloitte mit zusätzlichen, eigenen Ergänzungen.

<sup>50</sup> Die Begriffe Schuldschein und Schuldscheindarlehen werden in dieser Arbeit wie auch in der Praxis synonym verwendet. Streng genommen ist der Schuldschein nur ein Dokument, während dem Schuldscheindarlehen ein umfangreicher Kredit- bzw. Darlehensvertrag zugrunde liegt, zu welchem auch der Schuldschein gehört.

<sup>51</sup> Vgl. Iinvest Partners: Chancen nutzen: Private Debt in Europa, 2018, S. 10, letzter Absatz.

<sup>52</sup> Die Unterscheidung zwischen Schuldschein und Private Placement ist eher theoretischer Natur. Ein deutscher Schuldschein ist auch immer eine Privatplatzierung. Die Unterscheidung ist der deutschen Sichtweise geschuldet. In der Regel sind Schuldscheine eher im kleinen bis mittleren Volumensegment beheimatet und nehmen selten Größen von 1 Mrd. Euro an. Solche Größenordnungen von deutschen Unternehmen werden dann oft in den USA platziert als US-Private Placement (USPP). Da der deutsche Schuldschein auf dem deutschen Markt aber eine große Bedeutung hat, wird er extra aufgeführt.

Derzeit ist gerade der Schuldscheinmarkt in Deutschland leicht rückläufig, obwohl von der Nachfrageseite (institutionelle Investoren) ein großes Interesse an guten Adressen (guten Bonitäten) besteht. Dennoch scheint der Schuldscheinmarkt im Jahr 2018 um rund 25 % zurückzugehen. Hauptgrund ist die vorhandene hohe Liquidität der bonitätsstarken Unternehmen, die sich in den vergangenen Jahren, aufgrund des Niedrigzinsumfeldes, aufgebaut hat und die daher kaum Bedarf an Finanzierungen über ein Schuldscheindarlehen haben.<sup>53</sup> Dabei stellt der Schuldschein in Deutschland eigentlich das Urgestein aller langlaufenden Corporate-Private-Debt-Instrumente dar, auch wenn er vorwiegend von Banken strukturiert wird.

Letztendlich werden aber die meisten Schuldscheine in Deutschland von institutionellen Investoren übernommen, die vor allem langlaufende Zinstitel suchen. Gerade bei größeren Volumina im hohen dreistelligen Millionenbereich ist der Schuldschein für die Unternehmen attraktiv, da dieser die Abhängigkeit von Banken, aufgrund der Bereitstellung der Gelder durch renditeinteressierte institutionelle Investoren, mindert.

Der Bankkredit steht in erster Linie Unternehmen mit sehr guter Bonität im Investment-Grade-Bereich offen. Hier können Banken auch noch unter den Vorschriften von Basel III attraktive Kreditkonditionen anbieten. Allerdings wird es schon ab einem Rating von A/BBB im Investment-Grade-Bereich schwieriger, da hier aufgrund der leicht höheren Ausfallwahrscheinlichkeit etwas höhere Risikovorsorge und Eigenkapitalunterlegungen verlangt werden. Daher bestehen Banken in diesem Bereich in der Regel auf einer Tilgungsstruktur und auf überschaubare Laufzeiten von maximal fünf Jahren. Da aber die Ressourcen der Banken derzeit stark begrenzt sind, können diese nicht mehr das ganze Segment bedienen.<sup>54</sup>

Hier vermögen Kreditfonds zwar nicht unbedingt günstigere Konditionen anzubieten, können aber oft mit „weicheren“ Faktoren wie Endfälligkeit, schnellerer Bearbeitung oder längeren Laufzeiten punkten. Im Sub-Investment-Bereich ab BB<sup>55</sup> dreht sich dann die Situation zugunsten des Kreditfonds. Denn in diesem Bereich sind die Kreditfonds derzeit oft die einzigen Anbieter einer Finanzierung und können somit auch höhere Verzinsungen in der Regel problemlos durchsetzen.

Zudem werden von Kreditfonds gerade solche Situationen finanziert, die Banken aufgrund des Risikos oder der zeitintensiven Überwachung scheuen (z. B. Sondersituationen). Eine Subventionierung der Bankkreditzinsen durch die Bank selbst, um durch Zusatzgeschäft insgesamt eine akzeptable Kundenrentabilität zu erhalten, findet bei diesen Bonitäten oder Situationen nicht mehr statt.

Nur im Segment der Großkredite sind High-Yield-Anleihen, aufgrund des Niedrigzinsumfeldes, ein komplementäres Produkt. Zwar ziehen in diesem Segment die Zinsen wieder an, da sie sich aber von unter 3 % auf derzeit bis zu 4 % bei guten Bonitäten erholen, befinden sie sich insgesamt noch auf einem sehr niedrigen Level.<sup>56</sup> Zudem besitzen High-Yield-Anleihen in der Regel eine lange Laufzeit und haben einen festen Kupon (Zinszahlung). Dies ist in einem Umfeld mit einem eher steigendem Zinsniveau von Nachteil. Das Wachstum im Kreditbereich vollzieht sich derzeit vorwiegend im Bereich der Ratings von B bis CCC und damit in einem Marktumfeld, in dem die Kreditfonds aktiv sind und High-Yield-Anleihen mit diesen Bonitäten kaum vermittelbar sind.

Die eigentliche Domäne der Kreditfonds sind aber die vergleichbaren Bonitäten im Bereich von BB bis C und Unternehmen ohne Rating mit eher kleineren Kreditvolumen, die in erster Linie von kleinen und mittelständischen Unternehmen nachgefragt werden. Dieser Bereich macht einen Großteil der deutschen Wirtschaft aus. So befinden sich zirka 36,5 % aller kleinen und mittleren Unternehmen im Bereich eines vergleichbaren Ratings von BB, weitere 27,5 % liegen im B-Bereich und zirka 22,5 % im BBB-Bereich, so dass sich insgesamt rund 86,5 % aller kleinen

---

<sup>53</sup> Vgl. Börsen-Zeitung: Schuldscheinmarkt bricht ein, Artikel vom 05.07.2018, S. 8.

<sup>54</sup> Vgl. Idinvest Partners: Chancen nutzen: Private Debt in Europa, 2018, S. 17, 2. Spalte, 2. Absatz.

<sup>55</sup> Die Einteilung von Investment-Grade und Sub-Investment-Grade ist nicht einheitlich und variiert je nach Rating-Systematik und auch innerhalb des Zeitablaufes. So wurde vor der Finanzkrise generell der B-Bereich einer Rating-Systematik oft auch als Investment-Grade eingestuft.

<sup>56</sup> Vgl. NN Investment Partners: Markt für europäische Hochzinsanleihen eröffnet schon bald guten Einstiegszeitpunkt, Marktkommentar, 17.07.2018.

und mittleren Unternehmen in Deutschland im Bereich von BBB bis B befinden.<sup>57</sup> Nur im BBB-Bereich stehen die Kreditfonds dabei noch in Konkurrenz zu den Banken.

Ab einem vergleichbaren Rating von BB ziehen sich die Banken in Deutschland immer weiter zurück, da im jetzigen Niedrigzinsumfeld, in Kombination mit einer hohen Risikorückstellung, dieses Marktsegment kaum noch profitabel ist und den Banken bei dieser Unternehmensgröße die Zusatzerträge fehlen. High-Yield-Anleihen werden zwar noch im B-Rating-Bereich angeboten, werden aber bei schlechteren Bonitäten kaum nachgefragt. Schuldscheine können, aufgrund des mangelnden Bekanntheitsgrades der einzelnen Firmen, nicht platziert werden. Gleichzeitig steigt aber der Kreditbedarf in diesem Bereich der deutschen Wirtschaft, aufgrund der guten Konjunktur, weiter an und dürfte selbst bei einem Rückgang des derzeitigen Wirtschaftswachstums zunächst anhalten. Daher dürften die Wachstumsperspektiven in diesem Bereich für Kreditfonds als gut bezeichnet werden.

#### 4.2.3 Sponsored oder Non-Sponsored: Die Vermittlung von Krediten an Kreditfonds

Ein nicht unwesentlicher Teil aller Kreditfonds kommt durch die Vermittlung eines Private-Equity-Eigentümers zustande.<sup>58</sup> Diese Form der Implementierung eines Kreditfonds wird auch als „Sponsored“ bezeichnet. Dadurch erhält der Kreditfonds einen entscheidenden Vorteil gegenüber anderen Formen der Kreditvergabe: Er hat einen direkten Zugang zur Risikoprüfung (Due Diligence) des Private-Equity-Eigentümers und verfügt somit über detaillierte Unterlagen, um das Geschäftsmodell und damit die Kreditrisiken des einzelnen Kredites zu beurteilen. Das Eigenkapitalengagement des Private-Equity-Investor ist dabei eine zusätzliche Sicherheit für den Kreditfonds. Denn scheitert der Kredit, so ist auch das eingesetzte Eigenkapital davon unmittelbar betroffen. Während der Kreditlaufzeit wirkt das Eigenkapitalengagement des Private-Equity-Investor disziplinierend auf die Geschäftspolitik des Kreditnehmers ein. Sofern die Private-Equity-Investoren und die Geldgeber des Kreditfonds nicht identisch sind und keine Überkreuzbeteiligungen zwischen beiden bestehen, sind auch die Interessen von Eigen- und Fremdkapitalgebern unterschiedlich und die jeweiligen Risikoentscheidungen werden unabhängig voneinander getroffen. So besteht nicht die Gefahr, dass weiteres Fremdkapital zur Verfügung gestellt wird bzw. gestellt werden soll, obwohl dies aus Risikosicht des Kreditgebers nicht mehr vertretbar wäre, nur weil gleichzeitig das Engagement mit Eigenkapital geschützt werden soll.<sup>59</sup>

Alle anderen Formen der Akquisition von Kreditnehmer durch einen Kreditfonds bezeichnet man als „Non-Sponsored“. Oft spielte und spielt neben dem Private-Equity-Investor die Hausbank des Kreditnehmers eine entscheidende Vermittlerrolle.<sup>60</sup> Denn bis Mai 2015 waren Kreditfonds in Deutschland auf eine Fronting-Bank angewiesen (vgl. Kapitel 3). Diese akquirierte und strukturierte die Kredite und verkaufte sie dann als Paket an einen Kreditfonds. Auf Wunsch der Investoren wurden diese Kreditpakete teilweise auch verbrieft. Mit Auslaufen des Fronting-Bank-Modells verändert sich die Rolle der Bank. Kreditfonds und Bank werden mehr und mehr zu gleichberechtigten Partnern auf dem Kreditmarkt und bedienen die unterschiedlichen Finanzierungswünsche der einzelnen Kreditnehmer. So werden oft Kreditnehmer mit komplizierten Finanzierungswünschen eher von Kreditfonds finanziert, die sich dieses, zumeist höhere Risiko, entsprechend verzinsen lassen und dadurch Investoren anlocken. Da die meisten Kreditfonds gar nicht oder nur gering selbst verschuldet sind (Leverage), ist das Risiko auf das Portfolio der Kreditnehmer im Fonds beschränkt und enthält auch keine Fristentransformation. Die Banken behalten hingegen oft die besseren Bonitäten, mit einer niedrigeren Verzinsung und damit einer niedrigeren Eigenkapitalunterlegung, die sie mit ihrem Standardkreditprodukt günstig bedienen können.

<sup>57</sup> Vgl. TRIBRating Credit Research: Bis zu einem Drittel der europäischen KMU & MidCaps haben eine gute Bonität, 21.11.2018, S. 4, Abbildung 3 – Zahlen für Deutschland, Originaldaten von Euler Hermes Rating GmbH und Moody's Investors Service.

<sup>58</sup> Vgl. Alternative Credit Council & Dechert: Financing the Economy 2018, S. 17, Figure 15: Anteil von Sponsored-Kreditvermittlung weltweit bei rund 31 %.

<sup>59</sup> Generell wird eine Vermischung von Eigen- und Fremdkapital seit der Jahrtausendwende auch von Banken vermieden; das Auflösen der ehemaligen „Deutschland AG“ ist ein Zeichen für diese Kehrtwende.

<sup>60</sup> Vgl. Alternative Credit Council & Dechert: Financing the Economy 2018, S. 17, Figure 15: Anteil von Banken-Kreditvermittlung weltweit bei rund 11 %.

Das Risiko aus dem Kredit ist damit überschaubar, wird aber, vor allem bei Whole-Sale-Banken zusätzlich durch die Kapitalbeschaffung am Kapitalmarkt (Verschuldung der Bank) und bei Retail-Banken durch die Fristentransformation innerhalb der Bank (kurzfristige Spareinlage gegen langfristigen Kredit), erhöht. Eine neuere Entwicklung stellt die „First-out-/Second-out“-Struktur dar, die ausführlich in Kapitel 4.4.5 dargestellt wird. Hierbei engagieren sich Bank und Kreditfonds gemeinsam bei einem Unternehmen und greifen auf dieselben Sicherheiten zu; Bank und Kreditfonds kooperieren bei dieser Struktur und stehen nicht in Konkurrenz zueinander.<sup>61</sup> Neben der Bank als Intermediär gibt es noch andere „Non-Sponsored“ Vermittlungen, wie z. B. über klassische Finanzvermittler bzw. Finanzierungsberater. Oft versuchen die Kreditfonds aber selbst den Zugang zum Unternehmen zu erreichen. Hierfür werden z. B. Beiräte eingerichtet, in denen namenhafte Industrievertreter ihre Kontakte zum entsprechenden Unternehmen zur Verfügung stellen, um so einen eigenen direkten Zugang zu diesen zu erhalten.<sup>62</sup> Ist ein Kreditfonds erst mal etabliert, wird das Folgegeschäft wesentlich einfacher. Daher ist anzunehmen, dass der direkte Erstkontakt zum Unternehmen mit der weiteren Verbreitung von Kreditfonds auch in Deutschland die präferierte Akquisitionstrategie wird.

### **4.3 Die Markttreiber der Unternehmenskreditfonds in Deutschland**

#### **4.3.1 Ökonomische Faktoren**

Ein wesentlicher Markttreiber in Deutschland wie auch in Europa war die Finanzkrise von 2007 und hier vor allem der erste Akt: die Bankenkrise. Durch stark gestiegene Zinssätze im Interbankenmarkt, wurde die kurzfristige Refinanzierung für Banken untereinander zunächst immer schwieriger und wurde letztendlich unmöglich. Daher begannen die Banken, Aktiva zu verkaufen und Kreditlinien zurückzufahren, sowie sich von Risikoengagements zu trennen, um eigene Liquidität für ihre Refinanzierung zu generieren. Im Zuge dieser Bankenkrise wurde die Kreditneuvergabe nahezu eingestellt.

Die eingeschränkte Kreditvergabe hinterließ auch ihre Spuren in der Realwirtschaft. Die Bruttoinlandsprodukte der meisten Industrieländer waren deutlich rückläufig, da auch Unternehmen aufgrund der fehlenden Finanzierungsmöglichkeiten ihre Produktion anpassen mussten.

In Deutschland kann man diese Unsicherheit auch am Kreditfondsmarkt ablesen, der 2008 einen seiner Tiefpunkte hatte. Weltweit erreichte hingegen der Kreditfondsmarkt im selben Jahr seinen bisherigen Höchststand. Dies liegt an den vollkommen unterschiedlichen wirtschaftlichen Strukturen der Kreditfinanzierung innerhalb der einzelnen Länder (vgl. Kapitel 4.2).

In 2009, als das Ausmaß der Krise in den USA durch die Insolvenz von General Motors deutlich wurde, brach auch der Kreditfondsmarkt in Nordamerika und im Zuge dessen auch weltweit ein. Hingegen stiegen die eingeworbenen Gelder in Deutschland im selben Jahr wieder an. Angetrieben wurde dieser Anstieg vor allem vom Bereich „Distressed Debt“ (vgl. Grafik zu Europa Kapitel 4.1.3.). Hier wurden viele Kredite von Banken an Kreditfonds verkauft, die diese Unternehmen dann durch die Krise begleiteten.

Zusätzlich stieg auch die klassische Kreditvergabe an Unternehmen (Direct Lending) durch die Kreditfonds, und zwar in erster Linie von solchen Unternehmen, die keine (Re-)Finanzierung mehr über ihre Bank erhielten, da diese ihre Kreditbücher zurückfuhren.<sup>63</sup>

Im Jahr 2010 wich die weltweite Entwicklung wieder von der in Deutschland ab. Denn in Europa begann im vierten Quartal 2009 die Eurokrise (Staatsschuldenkrise). Während in Nordamerika die Kreditfonds ihr eingeworbenes Kapital auf mehr als 34 Mrd. US\$ in 2010 verdreifachten, brach in Deutschland der Kreditfondsmarkt stark ein und erreichte seinen bisherigen Tiefstand.

---

<sup>61</sup> Vgl. Dominik Spanier: Banken kooperieren verstärkt mit Kreditfonds, Interview im Handelsblatt, 26.01.2018.

<sup>62</sup> Vgl. Philipp Habdank: Private-Equity-Branche macht sich Sorgen, Finance Magazin, 25.09.2018.

<sup>63</sup> Vgl. Andreas Doerfert: Mehr Flexibilität durch Private Debt auch im Mittelstand, Abschnitt: Vielfalt bei Fremdfinanzierung, Börsen-Zeitung, 16.06.2018, S. 6.

In den darauffolgenden Jahren 2011 und 2012 erholt sich der deutsche Kreditfondsmarkt wieder, allerdings im Wesentlichen – wie in Europa - durch die Bereiche „Distressed Debt“ und in 2011 durch „Special Situations“ und nicht durch die klassische Kreditvergabe an Unternehmen (Direct Lending). Der Bereich Direct Lending hatte vor allem in den Jahren 2011 und 2012 einen schweren Stand, da die europäischen Banken, aufgrund der Niedrigzinspolitik der EZB zur Bekämpfung der Staatsschuldenkrise, den Unternehmen wieder vermehrt Kredite gewährten und ihr Kreditgeschäft wieder zu adäquaten Gewinnmargen ausweiten konnten.<sup>64</sup>

Diese Niedrigzinspolitik hatte jedoch vollkommen unterschiedliche Auswirkungen auf die einzelnen europäischen Staaten. Während in Deutschland als Exportwirtschaft die Niedrigzinspolitik die Konjunktur (unnötigerweise) weiter anheizte, versuchten andere europäische Länder nur ihre bisherige Schuldenpolitik, dank niedriger Zinsen, weiterzuführen. Daher wuchs der Kreditbedarf in der deutschen Wirtschaft vor allem ab dem Jahr 2013 signifikant an, und damit auch die Nachfrage nach Krediten von Kreditfonds. Ab dem Jahr 2014 drehte sich dann das Bild. Der Kreditfondsmarkt in Deutschland schrumpfte in den Jahren 2014 und 2015, während er in Europa insgesamt wieder wuchs; im Jahr 2015 sogar deutlich durch die klassische Kreditvergabe (Direct Lending).

Diese unterschiedlichen Entwicklungen resultierten aus den wirtschaftlichen Erfolgen der Länder. Denn in Deutschland verfügten die Unternehmen gerade in den Jahren 2014 und 2015 über ausreichende liquide Mittel, die aufgrund der niedrigen Verzinsung von hohen Spareinlagen nicht angelegt werden konnten. Diese große Liquidität wurde daher für die Innenfinanzierung verwendet und ließ die Kreditnachfrage der Unternehmen zunächst sinken. Der Überschuss an Liquidität und die gute Konjunktur in Deutschland ließen zudem den Markt für Unternehmensübernahmen wachsen und viele Unternehmen bauten ihre Produktionskapazitäten weiter aus. Beide Effekte führten dann ab 2016, in Kombination mit neuen Regulierungsvorschriften (vgl. 4.3.2), zu einem deutlichen Wachstum des Kreditfondsmarktes in Deutschland, welches auch in 2017 noch anhielt. Dieser ist in erster Linie durch Kredite für Übernahmen und operatives Wachstum (Kapazitätserweiterungen) geprägt.

In vielen anderen europäischen Staaten war die wirtschaftliche Entwicklung nicht gleichermaßen positiv. Daher schrumpfte 2016, im Gegensatz zu Deutschland, in allen anderen europäischen Ländern der Kreditfondsmarkt. Auch weltweit ging der Kreditfondsmarkt durch die europäische Schwächung zurück, erholte sich dann aber wieder im Jahr 2017 und war zum ersten Mal seit der Krise im Jahr 2008 wieder über der Summe von 100 Mrd. US\$ (vgl. Kapitel 4.1.2).

### 4.3.2 Regulatorische Faktoren

Neben den wirtschaftlichen Effekten gab es noch zahlreiche regulatorische Markttreiber, die die vorhandene Entwicklung unterstützten. So wurde im Zuge der Finanzkrise von 2007/2008 eine Verschärfung der Bankenregulierung beschlossen und Basel III relativ zügig in Europa auf den Weg gebracht. Die neuen Regeln wurden bereits im Jahr 2010 veröffentlicht, traten aber erst im Jahr 2014 in Kraft. Diese sahen im Vergleich zu den alten Vorgaben eine erhöhte Risikovorsorge und eine höhere Eigenkapitalunterlegung für Kredite an Unternehmen vor. Durch die frühe Ankündigung dieser neuen Vorschriften hatten die Banken schon ab 2010 Zeit, ihre Kreditportfolios sukzessive anzupassen. Viele Banken trennten sich von Kundenverbindungen mit vermeintlich „schlechteren“ Bonitäten (B-Bereich), da die Ertragslage des Bankensektors eine höhere Risikovorsorge nicht hergab. Die Kreditfonds sprangen ein und gewährten den Unternehmen Kredite zu Marktpreiskonditionen, also zu höheren Zinsen als die teilweise intern subventionierten Zinssätze der Banken (vgl. 4.2).

Allerdings waren die Fonds zunächst noch auf die Banken als Partner angewiesen, da in Deutschland das Fronting-Bank-Prinzip galt. Dieses wurde zunächst von der BaFin im Mai 2015 in ihrer Verwaltungspraxis aufgehoben und dann im März 2016 im OGAW-V-Umsetzungsgesetz endgültig abgeschafft. Erst danach konnten Kreditfonds auf einer gesetzlichen Grundlage Kredite an Unternehmen direkt vergeben.

---

<sup>64</sup> Vgl. Andreas Kröner und Yasmin Osman: Der unheimliche Schuldenboom der deutschen Banken (...), Handelsblatt, 17.10.2018, S. 4.

Dies könnte ein Grund für das geringe Volumen der Kreditfonds in Deutschland im Jahr 2015 und die Verdreifachung des Volumens im Jahre 2016 sein. Zwar hätten Kreditfonds ab dem 12. Mai 2015 Darlehen vergeben können, jedoch war der rechtliche Rahmen noch nicht explizit vorgegeben. Gleichzeitig waren die Fonds nicht mehr bereit, sich in die Abhängigkeit einer Bank zu begeben. Denn statt den Banken eine Strukturierungsgebühr für den Kredit in 2015 zu überlassen und die Kredite dann zu deren Konditionen anzukaufen, war es für die Kreditfonds lukrativer, diese Gebühr selbst zu vereinnahmen und die Konditionen des Kreditvertrages zu gestalten.

Während die Einführung von Basel III und das Ende des Frontbank-Prinzips die Konkurrenz der Kreditfonds durch die Banken verringert, gibt es mit Solvency II eine Bevorzugung für ein Investment in Fremdkapitalinstrumente (Unternehmenskredite), und somit einen Impuls zur Steigerung der Nachfrage vonseiten der Investoren. Diese Regulierung für große Versicherungsgesellschaften wurde zum 1. Januar 2016 in Kraft gesetzt und war seit 2009 bekannt (vgl. Kapitel 3.3.1).

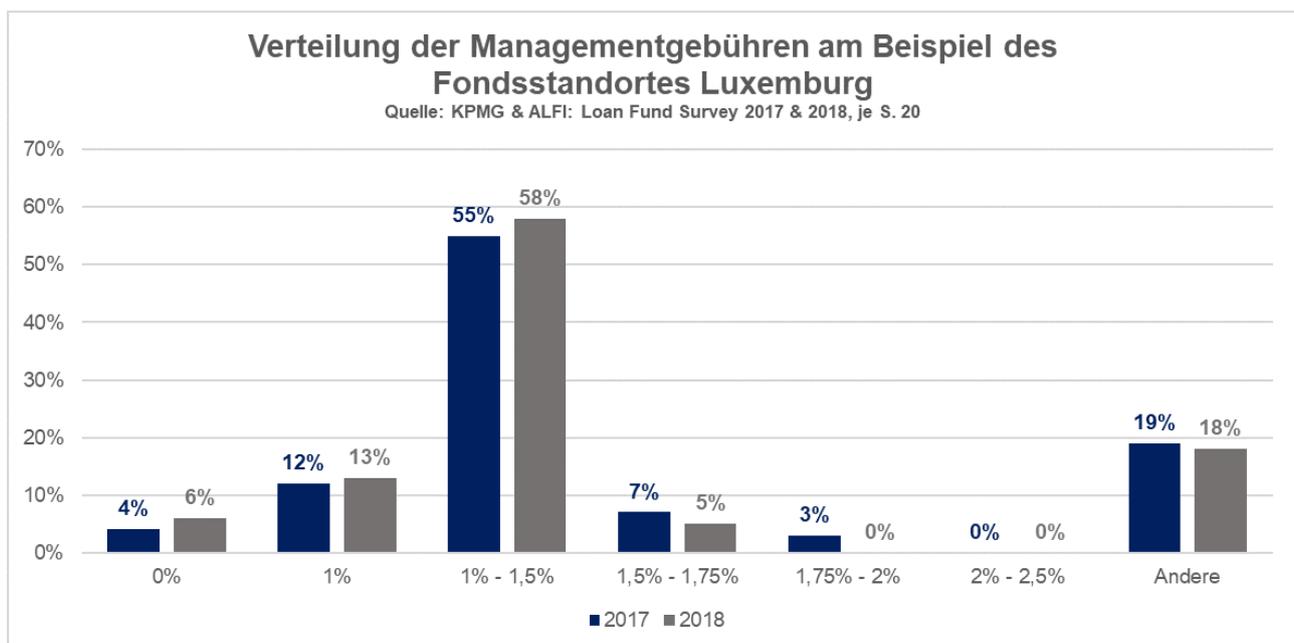
Aber auch für kleinere Pensionskassen oder Versorgungswerke, die nicht nach Solvency II reguliert werden, sondern für die die Anlageverordnung (AnIV) gilt, sind Anlagemöglichkeiten in Kreditfonds interessant, bedürfen aber einer genauen Einordnung (vgl. Kapitel 3.3.2).

Beide Investorenregeln begünstigen ein Investment in Unternehmenskredite im Vergleich zu einer herkömmlichen Aktien- oder Immobilienanlage. Diese Regelungen trugen zum Ausbau der Kreditfonds in Deutschland bei und dürften auch zukünftig, aufgrund attraktiver Renditen in Verbindung mit langlaufenden Zinsverpflichtungen, je nach Risikoneigung des Investors (vgl. Kapitel 4.4), weitere Wachstumsimpulse aussenden.<sup>65</sup>

### 4.3.3 Produktfaktoren: Kostenstruktur und Investitionsdauer der Kreditfonds

Die Haupteinnahmequelle von Fonds wie Kreditfonds ist die Management Fee; nur wenige Fonds erheben zudem noch eine Performance Fee. Mit der Management Fee werden die Kosten für den Fonds vergolten (Grundgebühr), wogegen die Performance Fee eine meist zusätzliche Gewinnbeteiligung darstellt. Die Management Fee wird vom aktuellen Wert des Fonds berechnet und anteilig (monatlich, quartalsweise, halbjährlich) oder jährlich erhoben.

Derzeit geraten die Managementgebühren aller Fondsanbieter unter Druck. Denn viele Fonds sind, anders als Kreditfonds, passive Fonds (wie z. B. ETFs) und benötigen keine aktive Verwaltung durch einen größeren Personenkreis. Hier liegt die Management Fee aktuell bei durchschnittlich nur noch 0,44 %.<sup>66</sup>



<sup>65</sup> Vgl. CFin Research Center for Financial Services an der Steinbeiss-Hochschule: Private Debt im Portfoliokontext – Schwerpunkt Corporate Debt, S. 29 „Beispielhafte Stressfaktoren für Private Debt“.

<sup>66</sup> Vgl. Martin Hock: Sinkende Fondsgebühren - Die Angst vor der alles verändernden Idee, Frankfurter Allgemeinen Zeitung, 26.10.2018.

Bei den Kreditfonds hingegen ist eine aktive Betreuung der Kreditnehmer erforderlich, die nicht nur eine bestimmte Personenanzahl, sondern vielmehr auch qualifiziertes Personal benötigt, welches oft aus der Bankenbranche in den Fondsbereich hinüberwechselt. Daher besteht bei einem Kreditfonds kaum die Möglichkeit die Personalkosten signifikant zu reduzieren und diese sind gegenüber anderen Fonds von den Kosten her vergleichsweise teurer.

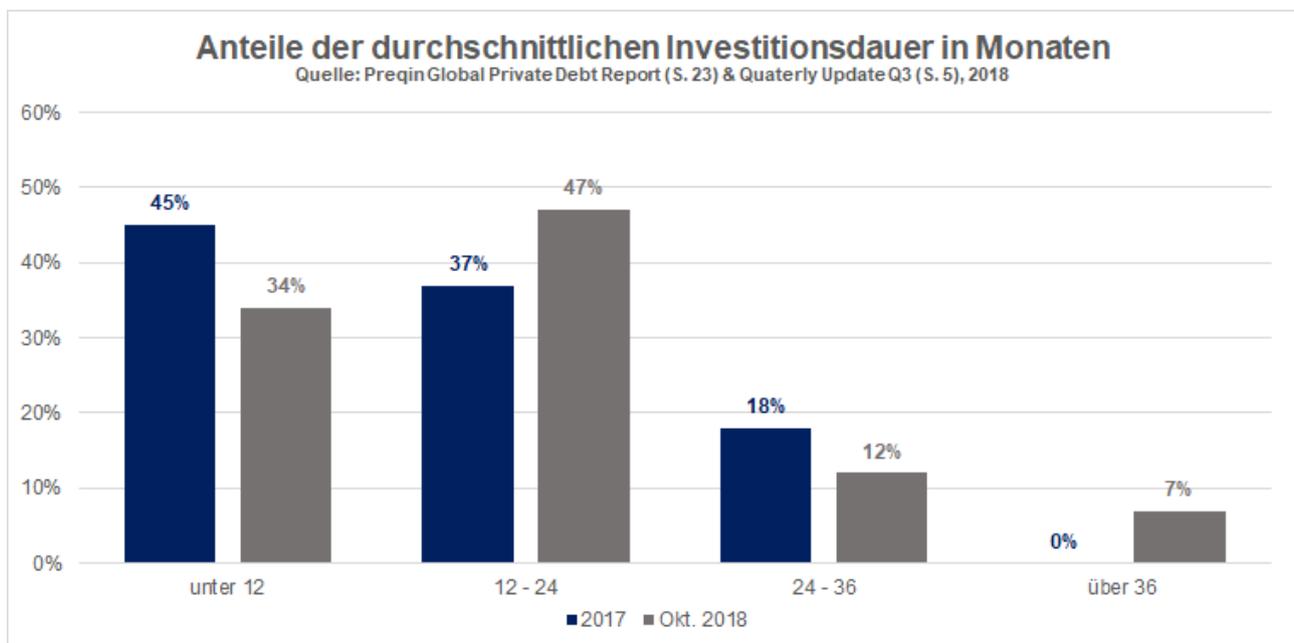
Der Vergleich zum Vorjahr am Luxemburger Fondsstandort zeigt, dass höhere Management Fees über 1,5 % abgenommen haben und die Verteilung Zuwächse bei den Gebührenhöhen unterhalb von 1,5 % zeigen. Der Schwerpunkt bleibt aber wie im Vorjahr der Bereich von 1 % - 1,5 %, der zudem weiter zulegen konnte.

Da ein Großteil der Fonds – auch der Kreditfonds – in Luxemburg ihren Standort haben, kann diese Verteilung als repräsentativ für die europäische Fondsindustrie angesehen werden.<sup>67</sup>

Da die Managementgebühr auf den aktuellen Wert des Fonds berechnet wird, ist das investierte Kapital des (Kredit-) Fonds für die Höhe des Wertes mitentscheidend, denn nur mit diesem erwirtschaftet der Fonds zukünftig einen Ertrag, während das noch nicht investierte Kapital derzeit Kosten verursacht. Dabei können Kreditfonds, aufgrund der Illiquidität und Komplexität ihrer Aktiva, nicht sofort das eingeworbene Kapital investieren. Denn wie auch Banken müssen Kreditfonds sich zunächst ein Bild über das Risiko eines Kreditnehmers bzw. des Kredites selbst machen.

Derzeit soll das zur Verfügung gestellt Kapital, welches noch nicht investiert ist (das sogenannte: Dry Powder), ansteigen. Einige Autoren sehen hierin erste Warnsignale für eine Übertreibung des weltweiten Kreditfondsmarktes.<sup>68</sup> Bei genauer Betrachtung der Zahlen kann man hingegen erkennen, dass dieses nicht-investierte Kapital zwar im Volumen immer größer wird, der Anteil am einzelnen Kreditfondskapital aber insgesamt bei rund 35 % im Jahr 2017 liegt und damit im unteren Bereich der Durchschnittswerte der vergangenen zehn Jahre. Der Anteil am Gesamtvolumen steigt demnach nicht.<sup>69</sup> Von einer Übertreibung im Kreditfondsmarkt kann also bisher keine Rede sein.

Zudem ist dies eine reine Jahresbetrachtung, die den eigentlichen Investitionszeitraum des Kreditfonds nur ungenügend abbildet. Besser geeignet ist daher die durchschnittliche Investitionsdauer des eingeworbenen Kapitals eines Kreditfonds als Vergleichsmaßstab.



<sup>67</sup> Vgl. KPMG & ALFI: Loan Fund Survey 2017 und 2018, jeweils S. 20.

<sup>68</sup> Vgl. Peter Köhler: Private Kreditfonds wachsen ungebremst – und brechen zahlreiche Rekord, Handelsblatt, 12.08.2018.

<sup>69</sup> Vgl. Preqin: 2018 Preqin Global Private Debt Report, S. 18, Grafik 3.1, umgerechnet in prozentualen Anteil.

Hier gibt es zwar derzeit Verschiebungen hin zu einer Zeitspanne von zwölf bis vierundzwanzig Monaten, und auch Veränderungen von Zeitspannen, die länger als sechsunddreißig Monate dauern. Betrachtet man hingegen die Zeiträume, die länger als vierundzwanzig Monate dauern („24-36“ und „über 36“) insgesamt, sind diese nahezu gleich (19 %). Der Schwenk von unter zwölf Monaten auf eine Investitionsdauer zwischen zwölf und vierundzwanzig Monaten kann daher einer längeren Beurteilung der Anlagemöglichkeiten geschuldet sein und muss nicht zwangsläufig ein Ausdruck von fehlenden Investitionsmöglichkeiten und damit einer Übertreibung am Markt sein. Die deutliche Stärkung der Mitte (zwölf bis vierundzwanzig Monate) deutet eher in diese Richtung hin.

Inwieweit diese weltweiten Zahlen auch für den deutschen Markt gelten, lässt sich im Detail nicht klären. Da der deutsche Markt aber noch in der Anfangsphase steckt, dürfte die Investitionsdauer eher niedriger liegen, da noch genügend Opportunitäten am Markt vorhanden sein müssten.

#### **4.4 Unterschiedliche Ausgestaltung (Tranchen) von Krediten in Kreditfonds**

Den Investoren bieten sich bei einem Engagement in Unternehmenskredite über Kreditfonds unterschiedliche Risiko-Rendite-Kombinationen an. Im Folgenden werden die gängigen Möglichkeiten kurz dargestellt und deren Anteile im deutschen Markt benannt. Zusätzlich wird ein kurzer Überblick über die am Markt aktiven Investorentypen gegeben. Bei der Berechnung der durchschnittlichen Renditen ist zu berücksichtigen, dass sowohl die meisten Banken als auch die Kreditfonds für die Strukturierung eines Kredites eine einmalige Gebühr von bis zu 4 % der Kreditsumme berechnen. Diese kann entweder tatsächlich als Gebühr verlangt werden oder über ein Disagio auf die Kreditsumme bei der Ausbezahlung berechnet werden (Kreditsumme minus Gebühr), sodass die Erstattung am Ende des Kredites erfolgt (Tilgung des Kredites zu 100 %). Auch andere Varianten wie ein erhöhter Zinssatz in den ersten Jahren sind denkbar und unter den Partnern frei verhandelbar. Bei der Berechnung der Renditen der Kredite wird diese Gebühr mit einbezogen, sodass die durchschnittliche Verzinsung auch bei den Kreditfonds „effektiv“ angegeben werden, so wie bei einem Bankkredit auch. Oft bedient man sich, der besseren Vergleichbarkeit auch einer Renditeberechnung, die nur die ersten drei Jahre beinhaltet, sodass unterschiedlich lange Laufzeiten den direkten Vergleich nicht verzerren. Selbstverständlich richtet sich die Höhe der Verzinsung auch nach der Bonität des Kreditnehmers, dem Zweck der Finanzierung und der Laufzeit des Kredites. Die Einteilung in die nachfolgenden Tranchen berücksichtigen diese Punkte, sodass risikoreiche Finanzierungen bei einer marktkonformen Berechnung nicht in der Senior-Tranche zu finden sind.

Die nachfolgenden Angaben sind Richtwerte und keine definierten Grenzen für die jeweiligen Kredittranchen für Europa. Diese können in den einzelnen Ländern in Teilen auch deutlich abweichen. So dürften die Intervallwerte in Deutschland derzeit, aufgrund der guten deutschen Konjunktur und damit niedriger Ausfallraten, rund ein Prozent niedriger liegen.<sup>70</sup>

##### **4.4.1 Senior-Tranche**

Die Senior-Tranche (im Englischen auch First Lien genannt) ist identisch mit dem klassischen Bankkredit. Sie ist voll besichert und vorrangig vor anderen Darlehen des Unternehmens. Wie auch bei der Bankfinanzierung können Senior-Tranchen mit regelmäßiger Tilgung oder endfällig strukturiert werden. Die Zinszahlungen orientieren sich entweder an einem vorher fest vereinbarten Zinssatz über die komplette Laufzeit des Darlehens oder es wird ein Basiszinssatz (z. B. derzeit noch Euribor oder Libor) vereinbart plus einer zusätzlichen Zinsmarge für den Kreditfonds. Diese Marge kann auch als sogenanntes Margengitter strukturiert werden. Das Margengitter weist einer regelmäßig neu berechneten Verschuldung des Kreditnehmers einen entsprechenden Aufschlag zu. Ist die Verschuldung höher, muss ein höherer Aufschlag (Marge) bezahlt werden, als wenn sie niedriger wäre. Das Risiko der aktuellen Verschuldung wird so angemessen bepreist. Dieses Margengitter hat den Vorteil, dass der Kreditnehmer keine starre Verschuldungsgrenze einhalten muss und für eine schnelle Entschuldung durch niedrigere Zinszahlungen entschädigt wird.

---

<sup>70</sup> Bezüglich der Renditen im Folgenden, Vgl. ARES: Opportunities in Global Direct Lending, Market Inside, April 2018, S. 16, Figure 21: Als Basis werden eine Strukturierungsgebühr von 3 % - 3,5 % und ein Libor von 0,5 % angenommen plus Marge und diese über 3 Jahre berechnet.

Ein solches Margengitter ist aber bei einer Senior-Tranche eher ungewöhnlich.

Grundsätzlich werden Senior-Tranchen nur bis zu einer Verschuldung des 3,5-fachen EBITDA des Kreditnehmers strukturiert. Derzeit liegt die Verzinsung der Senior-Tranche in Europa bei rund 6 % - 8 % p. a.<sup>71</sup>

#### 4.4.2 Junior-Tranche

Die Junior-Tranche (im Englischen auch Second Lien genannt) ist ein nachrangiges Darlehen, welches entweder zusammen mit der Senior-Tranche strukturiert wird oder oft auch als weitere zusätzliche Verschuldung aufgenommen wird. Nachrangig ist diese Tranche sowohl bei der Bedienung der Schuld als auch bei Sicherheitenverwertung gegenüber der Senior-Tranche. Die Junior-Tranche ist aber vor einem Gesellschafterdarlehen und dem Eigenkapital zu bedienen. Verfügt das Unternehmen noch über Mezzanine-Kapital, so wird auch die Junior-Tranche vor dem Mezzanine-Kapital bedient.

Die nachrangige Bedienung des Kredites und die fehlende Besicherung bzw. der nachrangige Zugriff auf die Sicherheiten erhöhen das Risiko eines Verlustes, sodass dieses durch eine deutlich höhere Verzinsung bepreist wird. Oft kommt hier ein Basiszinssatz plus ein Margenaufschlag zum Einsatz, wobei der Margenaufschlag hier in der Regel nicht fix ist, sondern als Margengitter strukturiert wird. Diese Tranche wird in der Regel ab einer Verschuldung in Höhe des 3,5-fachen EBITDA eingesetzt und kann bis zum 7,5-fachen EBITDA reichen. In Europa liegt die Verzinsung für eine Junior-Tranche derzeit zwischen 9 % - 11 % p. a.

#### 4.4.3 Subordinated Debt/ Mezzanine

Der Begriff Subordinated Debt wird nicht einheitlich verwendet. Generell handelt es sich um eine Tranche, die gegenüber jedwedem anderen Fremdkapital nachrangig ist und ohne Besicherung strukturiert wird. Sie ist jedoch vorrangig vor dem Eigenkapital in einer Insolvenz zu bedienen. Oft handelt es sich auch um Mezzanine-Kapital, sodass neben einer Verzinsung auch noch Gewinn- und Verlustbeteiligungen die effektive Verzinsung beeinflussen. Zudem kann auch die Zinszahlung erst am Ende erfolgen und nicht regelmäßig über die Laufzeit verteilt werden. Der Anspruch für diese ausgesetzte Zinszahlung entsteht hingegen dennoch regelmäßig (jährlich) und wird in der Bilanz des Darlehensnehmers durch eine ansteigende Verbindlichkeit kenntlich gemacht. In der Regel erhält der Investor am Anfang nur einen Teil der Strukturierungsfee und seine Zinszahlungen erst am Ende der Laufzeit mit dem Kreditbetrag zurück. Eine solche Tranche wird bei Verschuldungen jenseits des 7,5-fachen EBITDA eingesetzt. Derzeit werden solche Tranchen in Europa mit rund 12 % - 14 % p. a. bepreist.

#### 4.4.4 Unitranche

Die Unitranche ist eine Mischung aus Senior- und Junior-Tranche. Durch die Zusammenlegung beider Tranchen können, aufgrund des Portfolioeffektes, höhere Verzinsungen bei mäßig ansteigendem Risiko erreicht werden. Unitranchen sind immer voll besichert, wobei die Besicherung des „Junior-Teils“ auch nachrangig sein kann. Oft werden Unitranchen aber als „Stretched Senior“ angeboten, sodass zwar eine volle Besicherung vorliegt, die Verschuldung aber höher ist als bei einer reinen Senior-Tranche und diese dann bis zum 4,5-fachen EBITDA reichen kann.<sup>72</sup> Durch die verschiedene Gewichtung der einzelnen Tranchen kann eine Bandbreite von Darlehen strukturiert werden, sodass jeder Investor die Investitionskombination aus Risiko und Rendite wählen kann, die in sein Portfolio am besten passt. Für den Kreditnehmer liegt in dieser Tranche der Vorteil, dass er diese günstiger bekommt, als wenn er zwei Tranchen zu unterschiedlichen Zinssätzen bedienen müsste. Ob eine solche Unitranche strukturiert werden kann, hängt aber von den Sicherheiten und dem Verschuldungsgrad des Kreditnehmers ab. Derzeit wird die Unitranche in Europa zwischen 8 % - 9 % p. a. bepreist und füllt somit die „Zins- und Risiko-Lücke“ zwischen Senior- und Junior-Tranche aus.

<sup>71</sup> Vgl. zusätzlich, Dominik Spanier: Banken kooperieren verstärkt mit Kreditfonds, Handelsblatt, 26.01.2018, S.27, mittlere Spalte

<sup>72</sup> Vgl. zu Stretched Senior, Deloitte: Insights into the European Alternative Lending Market, Alternative Lender Deal Tracker, Herbst 2018, S. 36

#### 4.4.5 First-out-/Second-out-Tranche<sup>73</sup>

Die First-out-/Second-out-Tranche wird entweder als Spezialfall der Unitranche (sogenannte synthetische Unitranche) oder als eigenständige Tranche dargestellt. Sie wird von zwei Kreditgebern gehalten, die untereinander unterschiedliche Risikoübernahmen vereinbart haben. Gegenüber dem Kreditnehmer tritt nur der Kreditfonds als ein Verhandlungspartner und direkter Ansprechpartner auf. Im Außenverhältnis entspricht diese Tranche also einer Unitranche, die unterschiedliche Risikotranchen miteinander kombiniert, im Innenverhältnis sind es jedoch zwei Tranchen mit unterschiedlichem Risikoprofil.

Die erste (First-out) Tranche ist eine Super-Senior-Tranche mit einer Verschuldungshöhe, die in der Regel nur dem einfachen EBITDA des Kreditnehmers entspricht, selten höher liegt, und etwaige revolvingende Kredite und Betriebsmittellinien beinhaltet. Sie wird dementsprechend niedrig verzinst, hat aber den ersten Zugriff auf die Sicherheiten (vorrangig).

Die zweite (Second-out) Tranche ist demnach wesentlich höher gehebelt und liegt in der Höhe des vierfachen EBITDA des Kreditnehmers mit einer entsprechenden Verzinsung, die mehr als das Dreifache der First-out-Tranche betragen kann.<sup>74</sup> Insgesamt liegt die Marge für den Kreditnehmer dann im Bereich der Unitranche.

Während im Außenverhältnis nur ein Kreditvertrag mit zwei Kreditgebern existiert, wird die unterschiedliche Struktur erst im Innenverhältnis sichtbar. Hier gibt es eine Vereinbarung zwischen beiden Kreditgebern, die ihre Rechte regelt. Zwar ist die First-out-Tranche die mit der besseren Besicherung, aber durch die Kreditgebervereinbarung werden die Gläubigerschutzklauseln (Kreditklauseln/Covenants) so gesetzt, dass zunächst die Second-out-Tranche agieren kann. Zudem besteht für die Second-out-Tranche oft auch die Möglichkeit, bei Verletzung der Gläubigerschutzklauseln durch den Kreditnehmer, die First-out-Tranche innerhalb einer bestimmten Frist (Stillhalteperiode) zu par abzulösen. So erhält die Second-out-Tranche die alleinige Kontrolle über den Kredit und die Sicherheiten.

Diese Tranchen-Variante wird häufig gemeinsam von Banken und Kreditfonds gewählt.<sup>75</sup> Die Bank geht dabei in die First-out-Tranche und kann durch die Kreditbeteiligung einer weiteren Verschuldung zustimmen. Durch die Super-Senior-Tranche muss die Bank hierfür nur eine geringe Risikovorsorge durchführen. Der Kreditfonds übernimmt die Second-out-Tranche und hat zwar zunächst das höhere Risiko auf den Büchern, bekommt hierfür aber auch eine wesentlich höhere Verzinsung.

Während für die Kreditgeberseite eine Aufteilung des Risikos und der Rendite nach Senior und Junior erfolgt, ist diese Tranche für den Kreditnehmer wie eine Unitranche. Diese Variante ist derzeit vor allem in Deutschland und Großbritannien verbreitet. Sie liegt preislich im Bereich der Unitranche von rund 7,5 % - 9 % p. a.

#### 4.4.6 Volumen der einzelnen Tranchen in Deutschland

Die Höhe der einzelnen Kredittranchen bewegt sich vorwiegend in einer Bandbreite zwischen 30 Mio. und 300 Mio. Euro pro Kreditnehmer.<sup>76</sup> Vonseiten der Kreditfonds wären aber auch Größenordnungen von bis zu 500 Mio. Euro möglich.<sup>77</sup> Die Kreditfonds richtet sich in erster Linie an Unternehmen mit einem operativen Ergebnis vor Abschreibungen (EBITDA) von 5 Mio. bis 25 Mio. Euro bzw. je nach Volumen der Tranche oder Rangfolge in der Verwertung der Sicherheiten auch höhere EBITDA.<sup>78</sup>

<sup>73</sup> Vgl. Bode, Alexander und Fischer, Sabine: 1st-out-/2nd-out-Strukturen im Corporate Direct Lending – so schlecht wie ihr Ruf?, Kurzaufsatz BB Alternatives Partners, Köln 2018.

<sup>74</sup> Vgl. zur Margenaufteilung, Deloitte: Insights into the European Alternative Lending market, Alternative Lender Deal Tracker, Herbst 2018, S. 36

<sup>75</sup> Vgl. Finance-Magazin: Private-Equity-Branche macht sich Sorgen, 25.09.2018, S. 1, Spalte Mitte.

<sup>76</sup> Vgl. Börsen-Zeitung: Debt-Fonds feste Größe am Finanzierungsmarkt, 05.06.2018, S. 10 (dritte Spalte).

<sup>77</sup> Vgl. Dominik Spanier: Banken kooperieren verstärkt mit Kreditfonds, Handelsblatt, 26.01.2018, S. 27.

<sup>78</sup> Vgl. Börsen-Zeitung: Hannover Finanz will Finanzierungslücke schließen, 25.05.2018, S. 4 (zweite Spalte).

Auch an Finanzierungen bis zu 500 Mio. Euro beteiligen sich Kreditfonds in Deutschland bzw. können von diesen alleine bereitgestellt werden.<sup>79</sup>

Derzeit kommen Kreditfonds auf den deutschen Markt, die auch geringere Kreditvolumina bedienen wollen. Diese Kredithöhen liegen zwischen 2 Mio. bis 25 Mio. Euro und sollen insbesondere Kreditnehmer ansprechen, deren EBITDA bei 2 Mio. Euro beginnt. In diesem Bereich betreten die Kreditfonds die Domäne der Sparkassen und Genossenschaftsbanken. Angeboten werden in erster Linie Unitranchen und keine reinen Senior-Tranchen. Zudem fokussieren sich diese Fonds auf Übernahmen und Nachfolgesituationen. Das Volumen dieser neuen Kreditfonds kann bis zu 250 Mio. Euro betragen.<sup>80</sup>

#### 4.4.7 Marktanteile der einzelnen Tranchen in Deutschland

Die statistische Erfassung der Anteile der einzelnen Tranchen am deutschen Markt ist schwierig, da es keine zentrale „Erfassungsstelle“ für Private-Capital-Märkte gibt.

Die uns zur Verfügung stehen Informationen von Preqin zeigen, dass vor allem die Senior-Tranche mit rund 31 % am meisten von den Investoren in Deutschland nachgefragt wird, gefolgt von der Unitranche mit rund 23 % Marktanteil. Somit sind rund 54 % der Tranchen am Corporate-Private-Debt-Markt in Deutschland vorrangig besichert.

Die nachrangigen Junior-Tranche und die Subordinated-Tranche, die hier als reine nachrangige Kredittranchen ohne Eigenkapitalkomponente erfasst ist, kommen zusammen auf einen Marktanteil von nur 3 %. Mezzanine-Tranchen liegen bei 6 % Marktanteil. Durch die Mischung von Eigen- und Fremdkapital und das damit verbundene höhere Risiko ist die Eigenkapitalunterlegung für den Investor zwar höher, durch die deutlich höhere Verzinsung der Tranchen aber wiederum lukrativ.

Über ein Drittel der am Markt vorhandenen Tranchen ist aber „undefiniert“, sodass ein erheblicher Teil des Marktes nicht zugeordnet werden kann und daher die einzelnen Bereiche auch deutlich größer ausfallen können. Oft wird in Umfragen auch nicht detailliert zwischen den einzelnen Tranchen unterschieden, sondern nur nach einer besicherten Tranche (oft Unitranche) und einer nachrangigen Tranche gefragt.<sup>81</sup> Das Verhältnis zueinander ist daher wichtiger als die tatsächlich ausgewiesenen Anteile. Zudem fehlt statistisches Material von Preqin über die First-out-/Second-out-Tranche, sodass hier kein Datenmaterial über die Verbreitung innerhalb Deutschlands vorhanden ist.

#### 4.4.8 Die institutionellen Investoren und ihr Einfluss auf die Tranchen

Die Marktanteile der Tranchen resultieren in erster Linie aus der Nachfrage der Investoren. Den größten Anteil (24 %) in Deutschland halten dabei die großen Versicherungsgesellschaften, die nach Solvency II reguliert werden. An zweiter Stelle stehen die Pensionskassen und Versorgungswerke (17 %), die, wie die meisten kleineren Investoren, die Anlageverordnung berücksichtigen müssen. Beide Regulierungen bevorzugen besicherte Tranchen.<sup>82</sup>

Bisher beträgt der Anteil von Private Debt in den Portfolios der meisten institutionellen Investoren in Europa durchschnittlich 2 %; bei einigen wenigen beträgt dieser bereits über 5 %. Bei den institutionellen Investoren in den USA liegt hingegen der Anteil bei bis zu 25 % ihrer festverzinslichen Anlagen.<sup>83</sup> Daher scheint auch in Europa ein weiteres Wachstum nicht ausgeschlossen zu sein.

Genauere Zahlen für den deutschen Markt sind derzeit nicht erhältlich. Eine eigene BAI-Umfrage unter den institutionellen Investoren in Deutschland im Jahre 2018 hat aber gezeigt, dass eine deutliche Mehrheit (70 %) im Bereich Private Debt ihr Engagement in den nächsten Jahren ausweiten will.<sup>84</sup>

<sup>79</sup> Vgl. Torsten Grede: Aufstieg des alternativen Kapitals, Handelsblatt, 26.01.2018, S. 27 (erste Spalte).

<sup>80</sup> Vgl. Börsen-Zeitung: Hannover Finanz will Finanzierungslücke schließen, 25.05.2018, S. 4 (erste Spalte).

<sup>81</sup> Vgl. Idivest Partners: Chancen nutzen: Private Debt in Europa, 2018, S. 21, untere Grafik.

<sup>82</sup> Die Anteile der unterschiedlichen Investoren in Deutschland wurden vom BAI bei Preqin für 2017 abgefragt.

<sup>83</sup> Vgl. Idivest Partners: Chancen nutzen: Private Debt in Europa, 2018, S. 7, 2. Abschnitt.

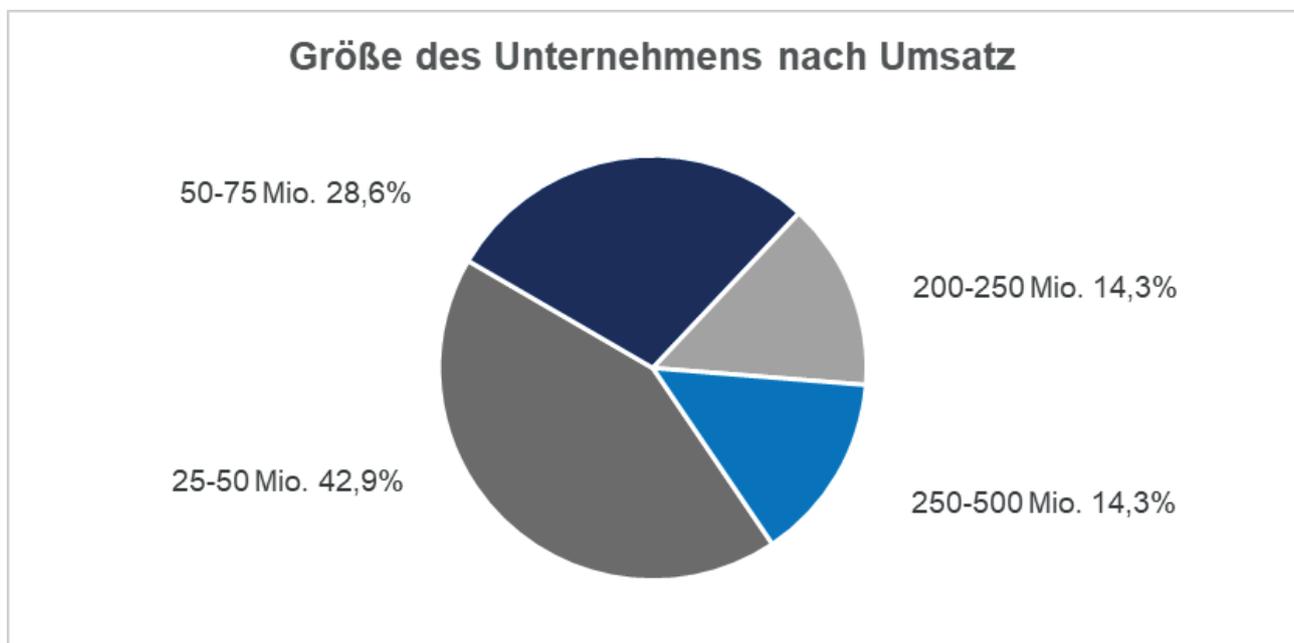
<sup>84</sup> Vgl. BAI Alternative Investor Survey 2018, Frage 10; abrufbar unter [www.bvai.de](http://www.bvai.de).

## Kapitel 5: Umfrage unter den Kreditnehmern der Kreditfonds in Deutschland

Die Umfrage unter den Unternehmen (Kreditnehmer), die bereits eine Kreditfinanzierung über einen Kreditfonds in Anspruch genommen haben, liefert keine statistisch signifikanten Ergebnisse, da die Beteiligung hierfür deutlich zu niedrig war. Daher können hieraus keine allgemein verbindlichen Aussagen über die Kreditnehmer abgeleitet werden. Die Daten vermitteln aber eine erste Einschätzung über die Kreditnehmer von Kreditfonds, die in späteren Studien verfeinert werden kann.

### 5.1 Teil I – Fragen zum Unternehmen

Die befragten Unternehmen liegen zu 71 % in einer Bandbreite von 25 Mio. bis 75 Mio. Euro Umsatz (Stand 2017). Die restlichen 29 % verteilen sich gleichmäßig auf Unternehmensgrößen von 200 Mio. bis 500 Mio. Euro Umsatz. Damit fehlt innerhalb der Umfrageergebnisse das wichtige Feld der Unternehmen mit einer Umsatzgröße bis zu 25 Mio. Euro und damit auch EBITDA-Größen unterhalb von 5 Mio. Euro. Aussagen zu Kleinunternehmen können daher nicht getätigt werden.

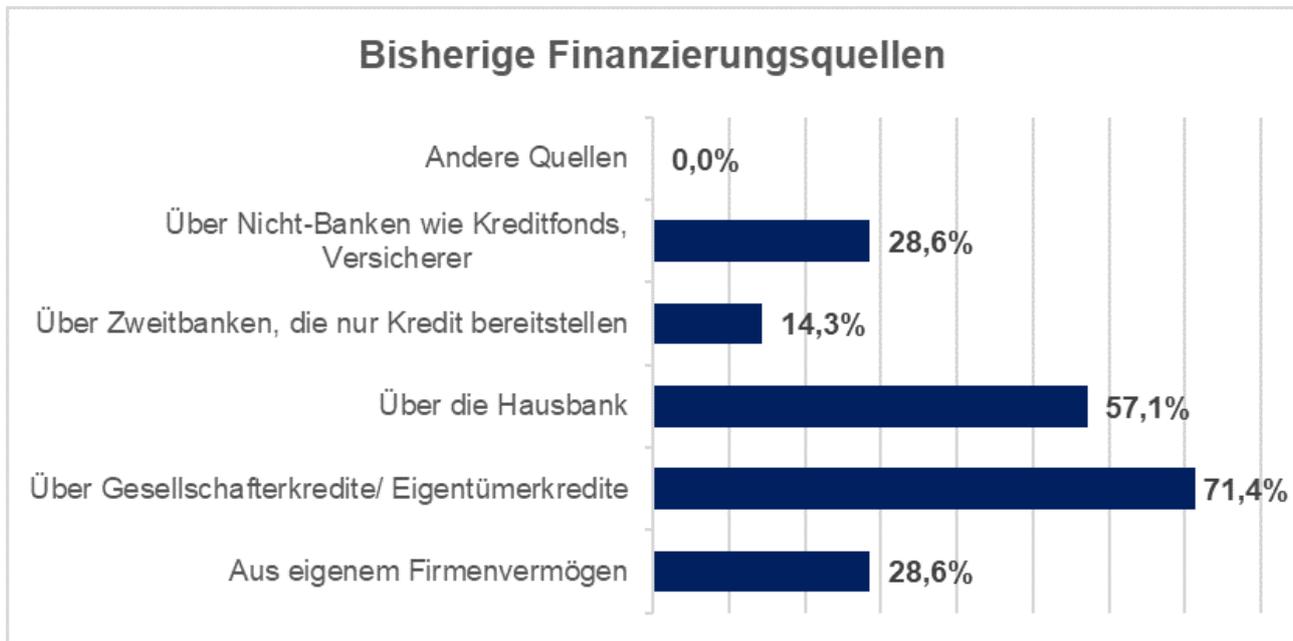


Keines der Unternehmen ist eine klassische deutsche Personengesellschaft (KG, oHG, etc.). Rund 71 % firmieren als reine GmbH und die restlichen 29 % sind „andere“ Gesellschaftsformen wie die Stille Gesellschaft (& Co., & Cie), die Aktiengesellschaft oder ausländische Rechtsformen.

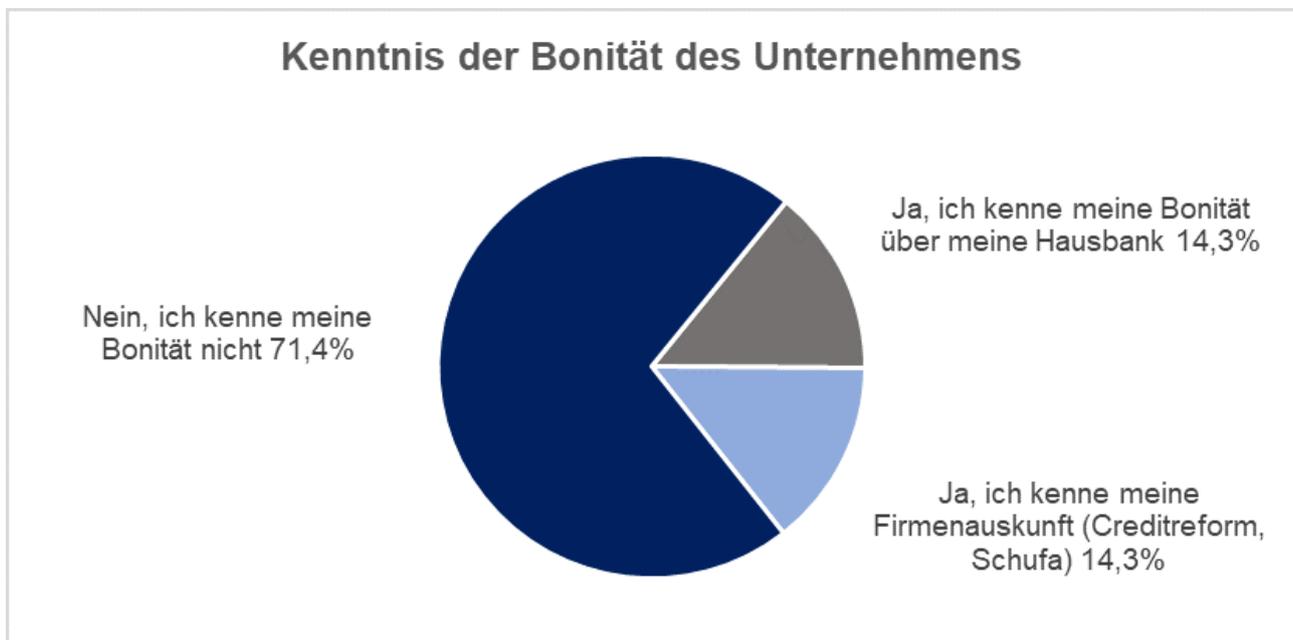
Die Frage nach der Branchenzugehörigkeit hat ebenfalls keine Schwerpunkte erkennen lassen. Zwar sind die Konsumgüterproduzenten und das verarbeitende Gewerbe stärker vertreten als andere Branchen, dies dürfte allerdings mehr der allgemeinen Struktur der deutschen Wirtschaft geschuldet sein, als einer Besonderheit des Kreditfondsmarktes.

Bisher haben die meisten der befragten Unternehmen Ihre Finanzierung über ihre Gesellschafter oder mittels Eigentümerkredite vollzogen; erst an zweiter Stelle steht die Finanzierung über die Hausbank. Dies ist Angesichts der oben beschriebenen Umsatzgrößen der Unternehmen etwas erstaunlich, da man hier eigentlich die Hausbank an erster Stelle vermutet hätte.

An dritter Stelle folgt sowohl die Finanzierung aus eigenem Firmenvermögen, was die Solvenz der Firmen zeigt, als auch die Finanzierung über Nicht-Banken.<sup>85</sup>



Keines der befragten Unternehmen verfügt über ein offizielles Rating. Zudem kennen die Unternehmen in der Regel noch nicht einmal ihre eigene Bonität (71 %). Nur wenige gaben an Kenntnis über Ihre Bonität über ihre Hausbank oder über Firmenauskünfte zu besitzen.

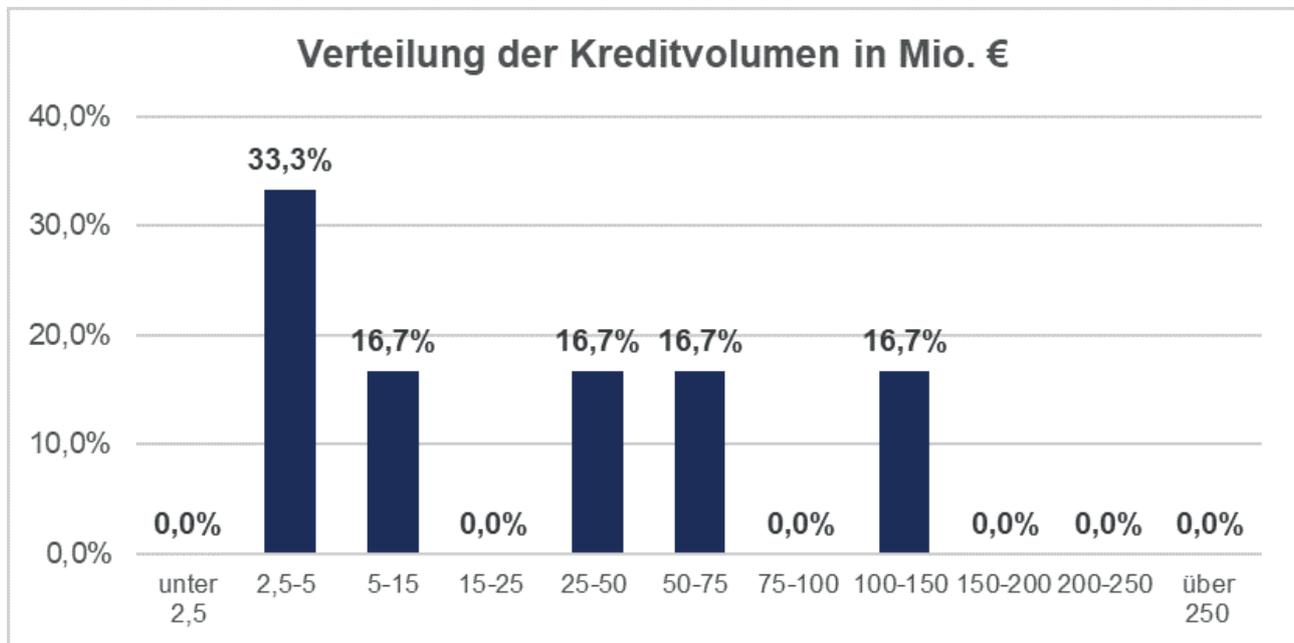


Diejenigen, deren Bonität überprüft wurde, unabhängig ob das Ergebnis dem Unternehmen mitgeteilt wurde oder nicht, reichten in erster Linie bestätigte Jahresabschlüsse und betriebswirtschaftliche Auswertungen für die Bonitätsprüfung ein.

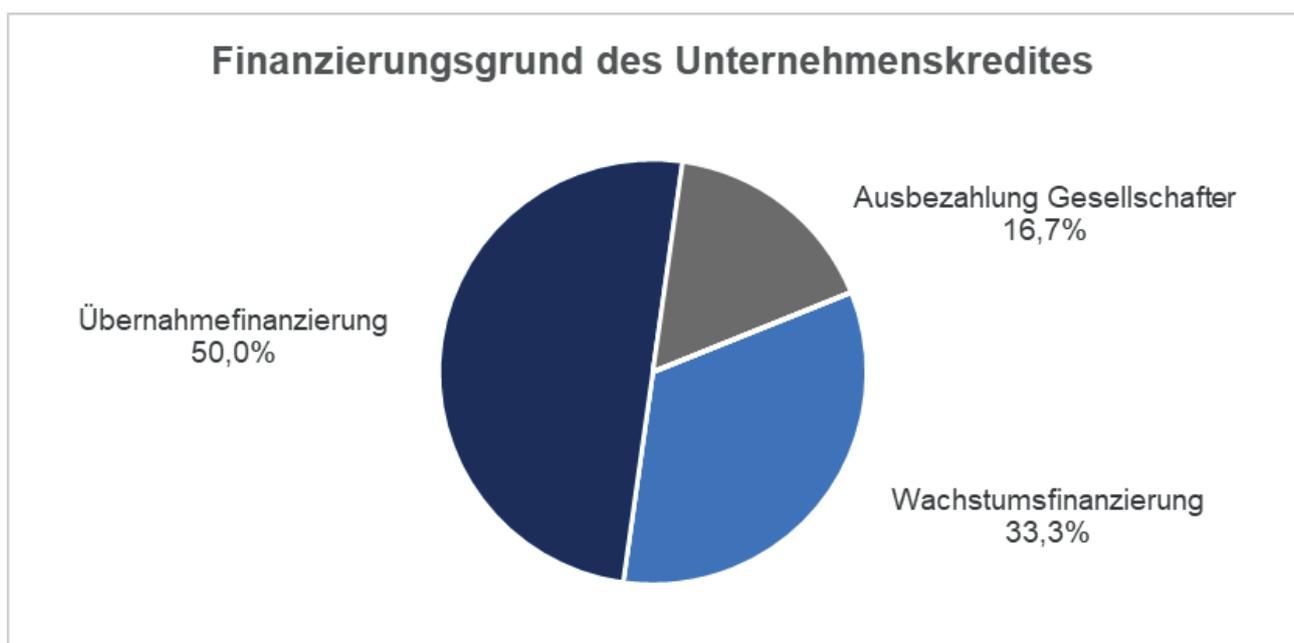
<sup>85</sup> Oft ergeben die addierten Prozentzahl der Umfrage nicht 100 %. Dies ist zum einen der Rundung auf volle Prozentzahlen geschuldet und zum anderen der Möglichkeit, bei einigen Fragen auch mehrere Antworten anzugeben. Um die Anonymität der Teilnehmer zu gewährleisten wurden auch diese Fragen auf Prozent der Teilnehmer umgerechnet. Die richtige Interpretation wäre dann hier: Die befragten Teilnehmer stimmen zu ...% dieser Aussage zu und zu ...% dieser Aussage ebenfalls zu, wobei der Anteil immer auf jede Antwort einzeln berechnet wurde.

## 5.2 Teil II – Fragen zum Kredit

Bei der Höhe des einzelnen Kredites innerhalb des Kreditfonds ergibt sich ein breit gefächertes Bild. Die Höhen schwanken zwischen 2,5 Mio. Euro und 150 Mio. Euro und sind dabei nahezu gleich verteilt. Nur der kleinste Bereich zwischen 2,5 Mio. und 5 Mio. Euro sticht heraus und kommt bei den befragten Unternehmen auf einen Anteil von 33 %.



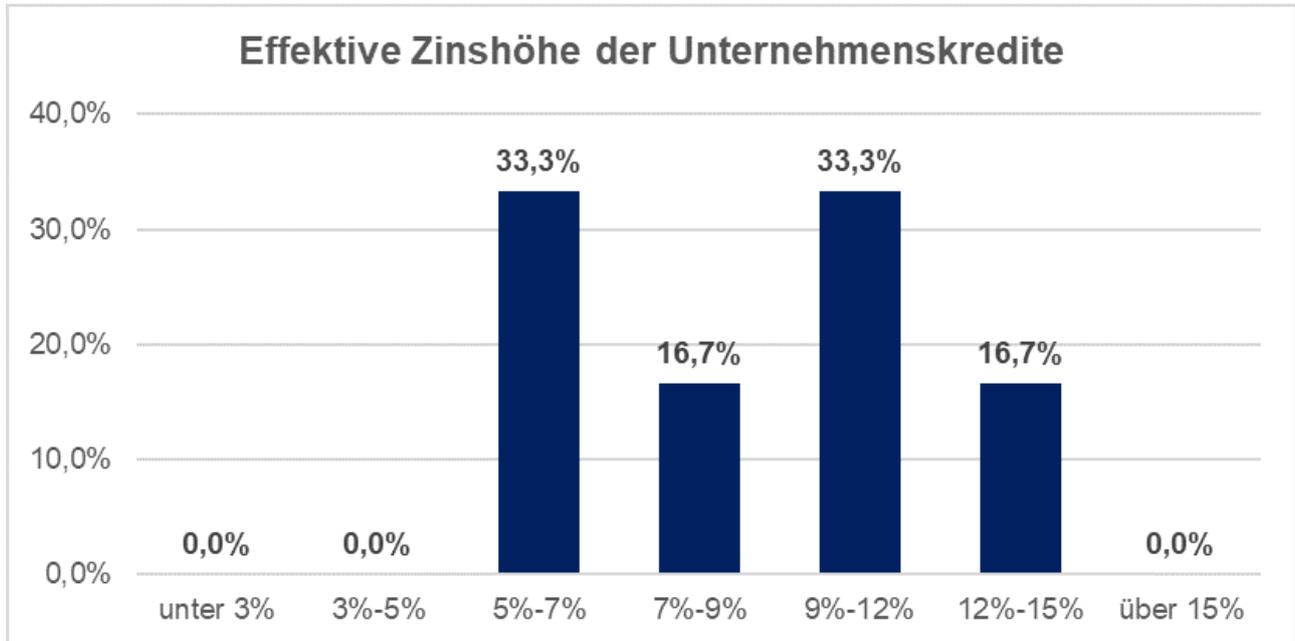
Hingegen wird deutlich, dass die Hälfte aller gewährten Unternehmenskredite Übernahmefinanzierungen darstellen und rund 33 % Wachstumsfinanzierungen sind. Die restlichen 17 % fallen in den Bereich der Sondersituationen, bei denen Gesellschafter bzw. Eigentümer ausbezahlt werden, wobei kein Fall einer Nachfolgeregelung darunter war, bei der Erben ausbezahlt werden sollen.



Die meisten der gewährten Kredite (66 %) sind endfälliger Natur, sodass während der Laufzeit der Kredite nur die Zinsen regelmäßig bezahlt werden. Rund 16,7 % der Kredite können individuell während der Laufzeit getilgt werden.

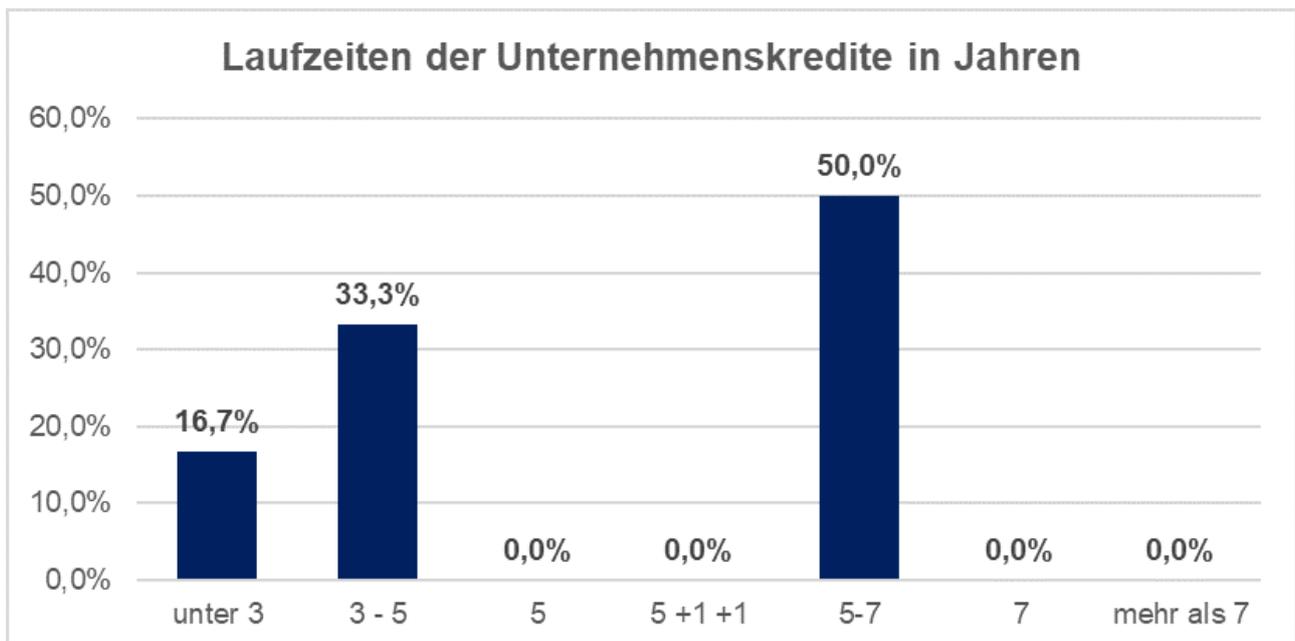
Beide Kreditvarianten sind bei diesen Umsatzgrößen in der Regel nicht über Banken zu erhalten. Weitere 16,7 % der Kredite wurden mit regelmäßiger Tilgung vereinbart und entsprechend somit dem klassischen Bankkredit.

Auch bei der Höhe der Zinszahlungen lässt sich kein wirklicher Schwerpunkt identifizieren. So reicht die Bandbreite von 5 % - 15 %. Je ein Drittel der Kredite liegt zwischen 5 % - 7 % und 9 % - 12 %. Je 17 % liegen in der dazwischen liegenden Bandbreite von 7 % - 9 % oder darüber zwischen 12 % - 15 %. Kein Kredit lag oberhalb von 15 % p. a. oder hatte, z. B. aufgrund eines Margengitters, eine schwankende Höhe.



Bei allen Krediten wurde eine einmalige Bearbeitungs- bzw. Strukturierungsgebühr berechnet. Diese wurde bei der Mehrheit der Befragten bei der Bereitstellung des Kredites in Rechnung gestellt oder als Disagio, also als Abschlag auf die Kreditsumme, über die Laufzeit mitfinanziert.

Bei den vertraglich vereinbarten Laufzeiten überwiegen 5-7 Jahre Vertragslaufzeit mit einem Anteil von 50 %. Rund ein Drittel der Kredite haben Laufzeiten zwischen 3-5 Jahren und nur 17 % der Kredite liegen unterhalb von 3 Jahren.



Bei allen Krediten wurden Sicherheiten gestellt. Hierbei werden von allen Teilnehmern (100 %) Firmenanteile als Sicherheit gewährt und zusätzlich von rund 83 % auch Anlagegüter gestellt. An dritter Stelle folgt die Grundschuld auf die Betriebsimmobilie (sofern vorhanden) und danach der Zugriff auf Patente und Markenrechte. Die Reihenfolge ist synonym für die Händelbarkeit der Sicherheiten. Andere Sicherheiten wie Bürgen oder die Verpfändung von Privatvermögen wurden nicht angegeben. Kapitalflussbasierte Kreditfinanzierungen wurden von den Umfrageteilnehmern nicht angekreuzt.

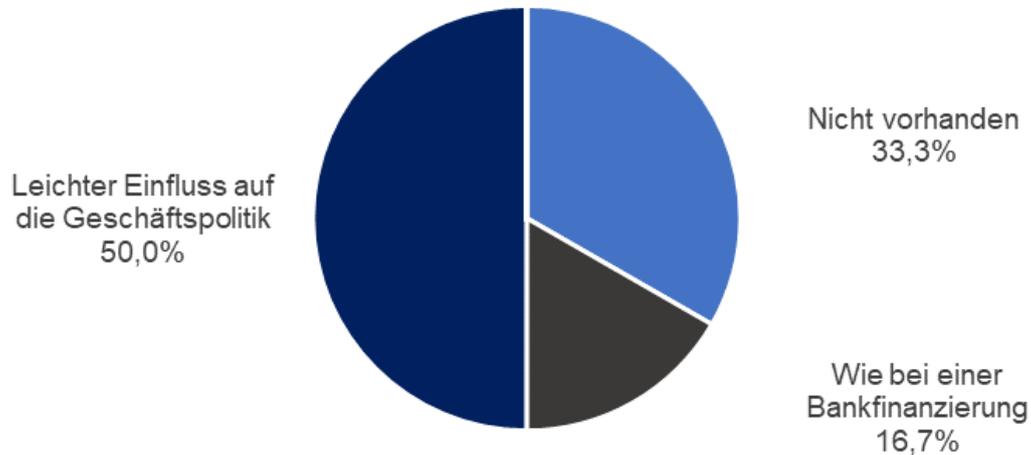
Keiner der gewährten Kredite ist nachrangig. Für die Hälfte der Teilnehmer an der Umfrage ist der Kredit des Kreditfonds die einzige Verschuldung, die andere Hälfte hat zwar eine weitere Verschuldung zum Kreditfonds, diese ist im Rang aber gleichberechtigt (pari passu).

Die Frage nach den finanziellen Gläubigerschutzklauseln (Kreditvertragsklauseln/Covenants) ergab ein eindeutiges Bild. Alle Teilnehmer müssen mehrere finanzielle Gläubigerschutzklauseln erfüllen. Hierbei rangiert die Einhaltung eines Verschuldungsgrades an erster Stelle, gefolgt von einem Gewinnausschüttungsverbot, einem Zinsdeckungsgrad, einem Kapitaldeckungsgrad und einer Investitionsgrenzen, die alle vier mit gleichem Anteil an zweiter Stelle genannt werden. Die Umfrage ließ nicht erkennen, wie viele Schutzklauseln die einzelnen Unternehmen gleichzeitig erfüllen müssen. Anhand der Möglichkeit zur Mehrfachauswahl wird aber deutlich, dass die meisten Unternehmen mehr als zwei Gläubigerschutzklauseln (Kreditvertragsklauseln) erfüllen müssen.



Bei der Einflussnahme des Kreditfonds auf die Geschäftspolitik der Unternehmen gaben rund 50 % der Teilnehmer an, dass diese nur leicht ausgeprägt sei. Rund 17 % sehen eine ähnliche Einschränkung wie bei einer klassischen Hausbankfinanzierung und gut 33 % gaben an, keinen Einfluss auf die Geschäftspolitik durch den Kreditfonds und seinen Kreditvertrag wahrzunehmen.

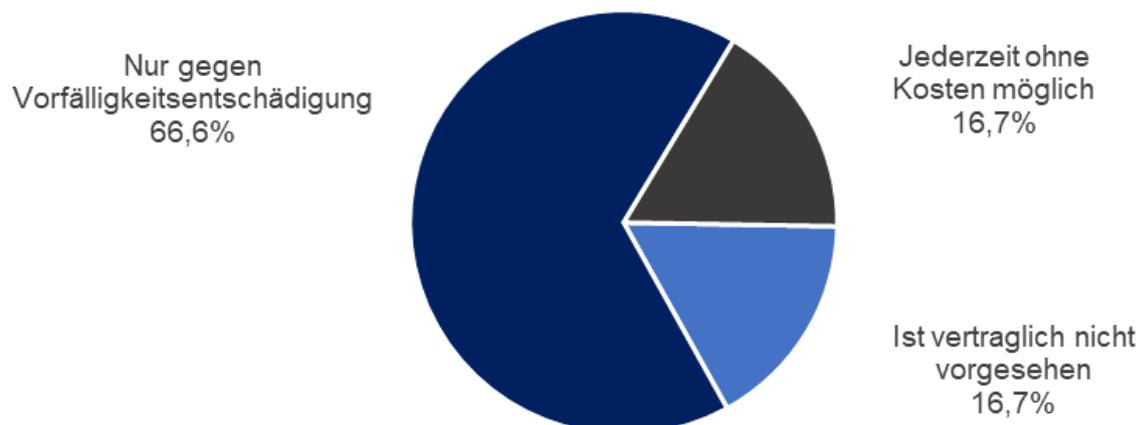
### Einfluss des Kreditfonds auf die Geschäftspolitik



Dies ist nicht weiter verwunderlich, da gut 83 % der Teilnehmer die Kreditvertragsbedingungen gleichberechtigt mit dem Kreditfonds ausgehandelt haben. 17 % der Teilnehmer gaben an, die Kreditvertragsklauseln seien zwar detailliert vorgegeben, aber individuell auf ihr Unternehmen zugeschnitten worden.

Zu den Vertragsbedingungen gehört meist auch die Möglichkeit zur vorzeitigen Beendigung des Kreditverhältnisses. Bei rund zwei Drittel der Teilnehmer kann der Kredit gegen eine Vorfälligkeitsentschädigung auch vor Ende der eigentlichen Vertragslaufzeit zurückgezahlt werden. Bei rund 16,7 % ist dies ohne Entschädigung jederzeit möglich und bei weiteren 16,7 % wurde diese Möglichkeit überhaupt nicht vereinbart bzw. ist dies vertraglich nicht vorgesehen. Hier müsste eine vorzeitige Auflösung des Kreditvertrages dementsprechend neu mit dem Kreditfonds verhandelt werden.

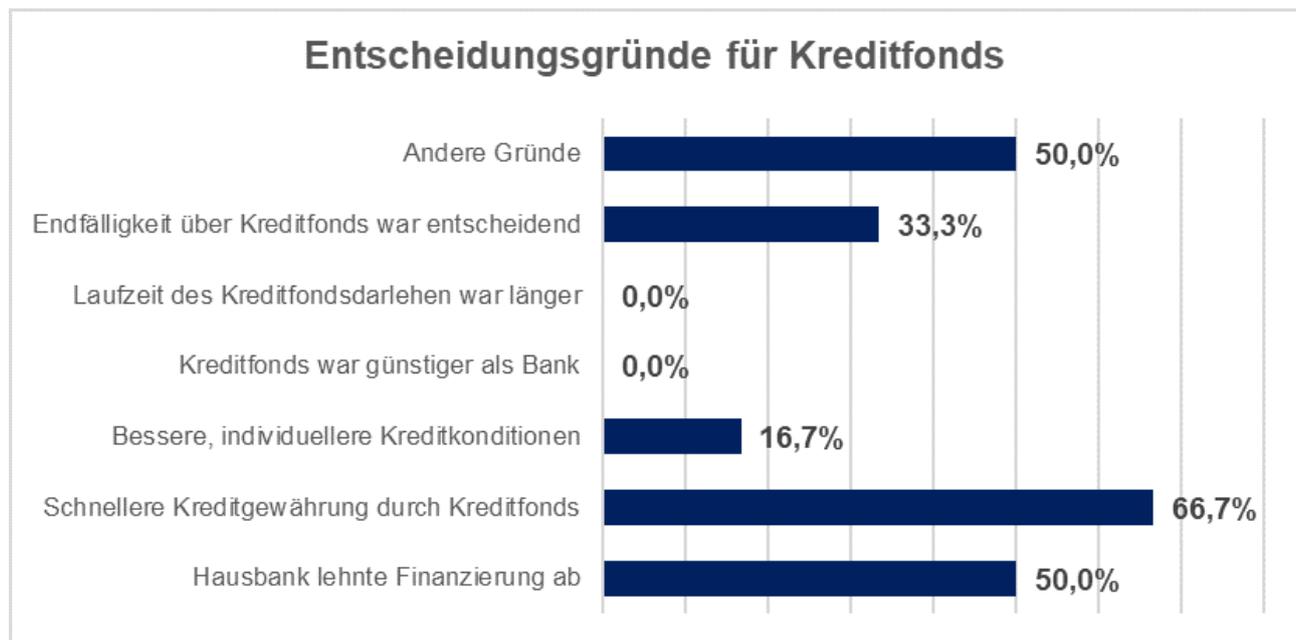
### Vorzeitige Rückzahlung des Kredites



### 5.3 Teil III – Fragen zum Kreditfonds

Die Kontaktabstimmung zum Kreditfonds fand bei rund 83 % der Teilnehmer über die Empfehlung durch Dritte, wie z. B. Finanzvermittler oder andere Unternehmen (Netzwerke) statt. Nur bei 17 % der befragten Unternehmen war ein Private-Equity-Eigentümer derjenige, der den Kreditfonds ins Spiel brachte (sogenannter Sponsored-Deal).

Gegen eine herkömmliche Bankfinanzierung sprach bei den meisten Unternehmen die schnellere Kreditgewährung durch den Kreditfonds. Erst an zweiter Stelle steht die Aussage, dass das Unternehmen über die Bank die angefragte Finanzierung nicht erhalten hätte. Ebenso wurde die Aussage „andere Gründe“ mit derselben Zustimmung versehen wie die Vorherigen. Erst danach wird von den Unternehmen die Endfälligkeit des Kredites angegeben. An letzter Position steht die Aussage, dass der Kreditfonds die besseren, individuelleren Kreditkonditionen als eine Bank hat.



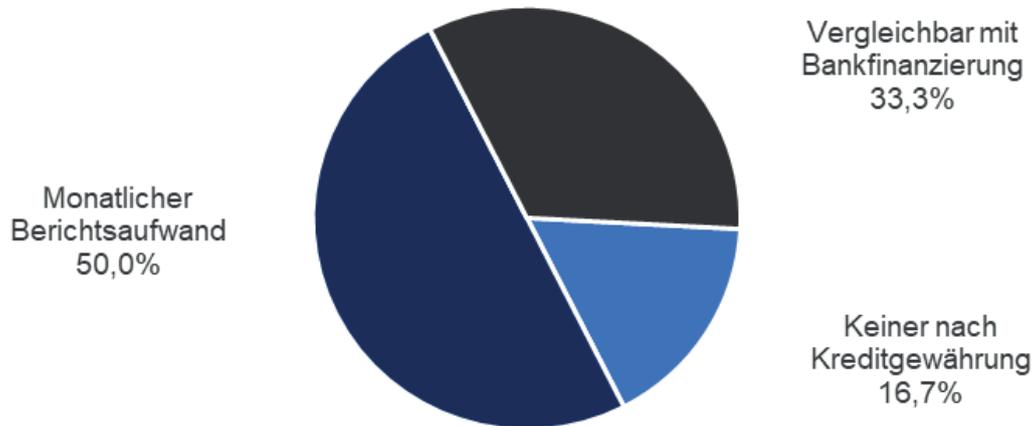
Obwohl nur wenige Kreditfonds ihren Sitz in Deutschland haben, werden dennoch gut zwei Drittel der Kreditverträge in deutscher Sprache erstellt. Dies zeigt, dass das Sitzland des Kreditfonds für die Vertrags- und Rechtsgrundlage des Kreditvertrages mit dem Unternehmen keine Rolle spielt, sondern der Fonds sich individuell auf die Bedürfnisse der Kreditnehmer (Sprache) einstellen kann.

Die Mehrheit der Kreditverträge (83 %) unterliegt bei eventuellen Streitigkeiten der deutschen Rechtsprechung und nur bei rund 17 % kommt die englische Rechtsprechung zur Anwendung. Dieser Anteil ist identisch mit dem Anteil, der über einen Private-Equity-Eigentümer an den Kreditfonds vermittelt wurde (Sponsored-Deal). Hier könnte, aufgrund der angelsächsisch geprägten Private-Equity-Branche, ein Zusammenhang bestehen, der sich aus der Umfrage aber nicht eindeutig herauslesen lässt.

Der Berichtsaufwand der Kreditnehmer erfolgt in 50 % der befragten Unternehmen monatlich. Rund 33 % gaben an, einen ähnlichen Berichtsaufwand zu haben, wie bei einer vergleichbaren Bankfinanzierung (die in der Regel nicht monatlich erfolgt), und rund 17 % haben keinerlei weiteren Berichtsaufwand nach der Kreditgewährung.

Der letzte Anteil von 17 % entspricht erneut dem Anteil der Sponsored-Deals, bei denen sowieso eine monatliche Berichterstattung an den Private-Equity-Eigentümer erfolgt, und somit auch für den Kreditfonds mitverwendet werden kann.

### Berichtsaufwand für den Kreditfonds



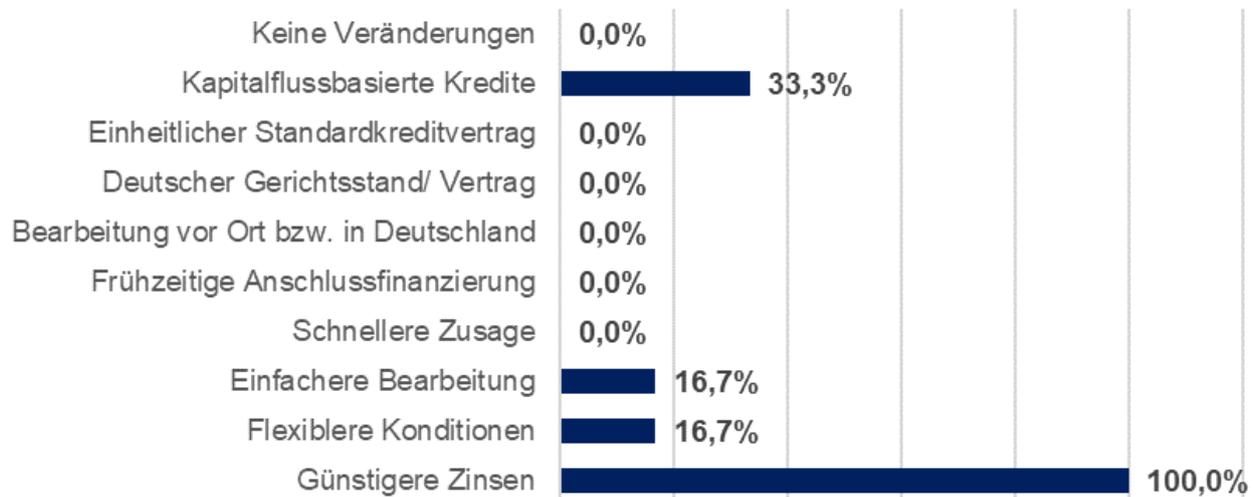
Die Investoren des Kreditfonds kennen die Hälfte der Umfrageteilnehmer nicht. Die andere Hälfte kennt zumindest teilweise die Investoren hinter dem Kreditfonds.

Auch kennt der einzelne Kreditnehmer nicht alle Mitschuldner des Kreditfonds. Zwar gaben 50 % an, einige der anderen Kreditnehmer im Zuge der Geschäftsanbahnung kennengelernt zu haben, aber nur rund 17 % gaben an, alle anderen Unternehmen zu kennen, da eine Bekanntgabe der Unternehmen Teil der Kreditvereinbarung ist. Weitere rund 17 % kennen keine weiteren Kreditnehmer aus ihrem Kreditfonds und 16 % der Kreditnehmer kennt diese nur aus eigenen Kontakten. Dies kann dadurch zustande kommen, dass diese Mitschuldner-Unternehmen auch den Kreditfonds bei der Kreditsuche ins Spiel gebracht haben.

#### 5.4 Teil IV – Fragen zur Verbesserung des Angebotes von Kreditfonds

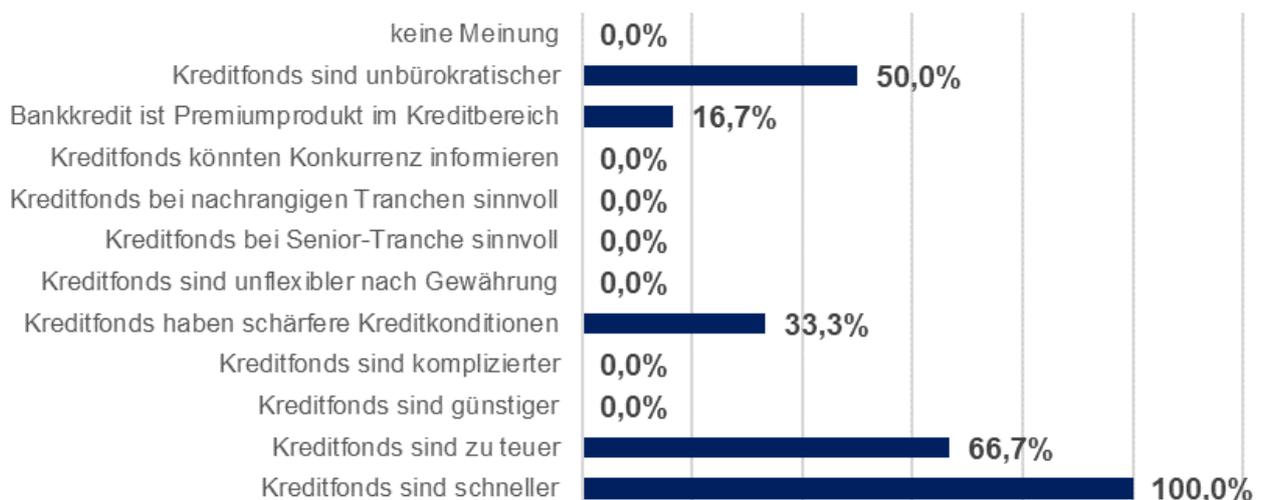
Alle Teilnehmer stimmen darin überein, dass günstigere Zinsen des Kreditfonds die beste Verbesserung des Kreditfonds darstellen würde. Mit deutlichem Abstand konnte noch rund ein Drittel der Aussage zustimmen, dass rein kapitalflussbasierte Kreditfinanzierungen eine Verbesserung darstellen würden. Je 16,7 % wünschen sich zukünftig flexiblere Kreditkondition und eine einfachere Bearbeitung des Kreditantrages.

### Verbesserungsvorschläge für Kreditfonds



Im Vergleich zur Kreditgewährung durch eine Bank stimmten alle Teilnehmer zu, dass der Kreditfonds den Kredit schneller bereitstellt. Allerdings sehen auch gut zwei Drittel der Teilnehmer den Kreditfonds als zu teuer – im Vergleich zu einer Bankfinanzierung – an. Dass gut 50 % der Teilnehmer im Abschnitt 5.3 angegeben haben, dass ihre Hausbank die Finanzierung abgelehnt hatte und daher ein Vergleich eigentlich nicht möglich ist, scheint bei dieser Frage nicht berücksichtigt worden zu sein. Gut 50 % der befragten Unternehmen stimmten der Aussage zu, dass Kreditfonds unbürokratischer sind und rund ein Drittel sieht die Kreditkonditionen der Fonds als schärfer an, als jene, die eine Bank fordern würde. Dies ist besonders bei Sondersituationen oder bei hoher Verschuldung oft der Fall, also Situationen, die Banken in der Regel überhaupt nicht finanzieren.

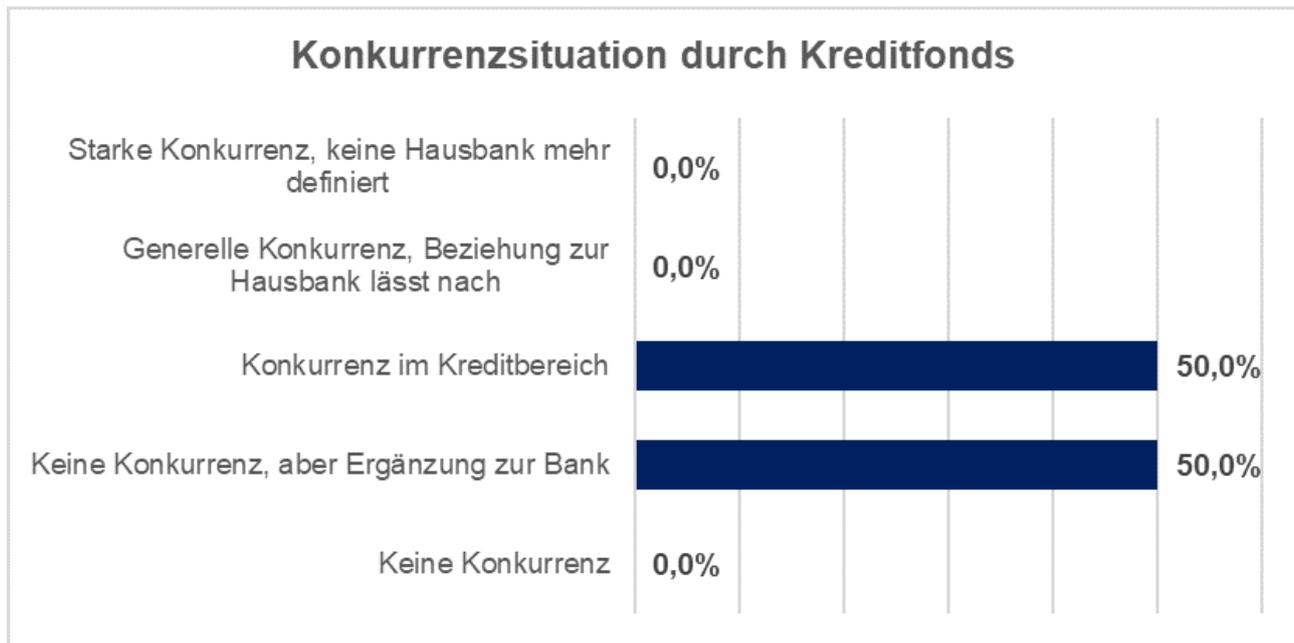
### Kreditgewährung von Fonds im Vergeich zu Bank



Einigkeit (100 %) herrscht hingegen bei der Weiterempfehlung des Instrumentes Kreditfonds, allerdings nur für Finanzierungen, die Banken nicht finanzieren wollen. Kein Teilnehmer wollte uneingeschränkt Kreditfonds weiterempfehlen.

Angesichts der Aussagen über die hohen Kosten der Kreditfonds ist dies zwar nicht verwunderlich, zeigt aber eine gewisse „Verwöhntheit“ der Kreditnehmer angesichts der Kreditkosten über eine Bank. Denn das Banken ebenfalls deutlich höhere Zinsen nehmen müssten, wenn sie dieselben Risiken wie ein Kreditfonds eingehen würden, was sie bei einer angemessenen Kapitalunterlegung ja dürften, ist den Kreditnehmer offensichtlich nicht bewusst. So bleibt die Mär von den günstigen Bankzinsen im Vergleich zum Kreditfonds zunächst bestehen.

Bei der Konkurrenz zwischen Kreditfonds und Hausbank herrscht Uneinigkeit. Rund 50 % sehen den Kreditfonds als Konkurrenzangebot zur Hausbank, die andere Hälfte sieht in ihm eine Ergänzung. Für die anderen Aussagen konnte sich keiner der teilnehmenden Unternehmen erwärmen.



## 5.5 Potenzial deutscher Unternehmen für Finanzierungen über Kreditfonds

Zusätzlich zur Umfrage des BAI hat die Creditreform Rating AG ihre umfangreiche Datenbank nach Kreditfonds durchsucht, bei denen sie im Zuge ihrer Ratingtätigkeit involviert war. Hierbei wurden neun Fondsmanager identifiziert, deren Schwerpunkte in Deutschland bzw. innerhalb der DACH-Region liegen. Deren Fonds wurden dann nach bestimmten Merkmalen untersucht, um eine Schnittmenge („gemeinsamer Nenner“) aller in Deutschland aktiven Kreditfonds zu identifizieren. Hierbei sind vor allem zwei Merkmale besonders deutlich hervorgetreten:

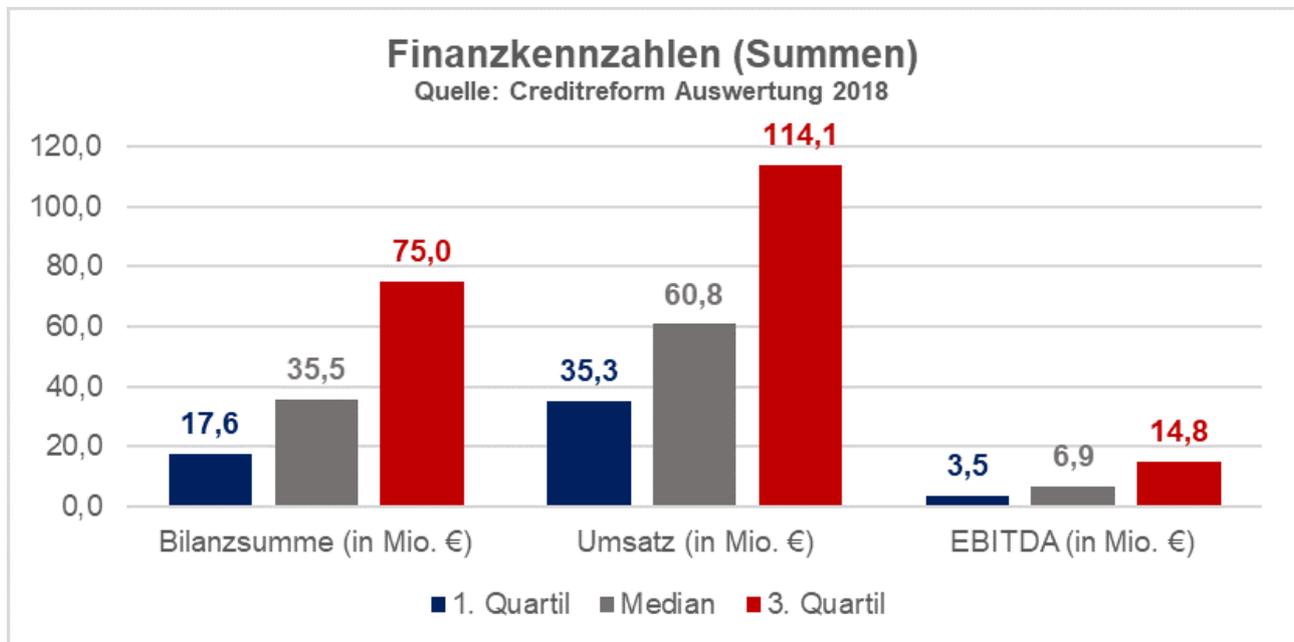
1. Umsatz zwischen 20 Mio. und 500 Mio. Euro
2. Netto-Verschuldung bis maximal 4-fachem EBITDA

Mit diesen zwei Merkmalen wurden nun die komplette Bilanzdatenbank der Creditreform durchsucht. Die Bilanzdatenbank der Creditreform beinhaltet wesentlich mehr Daten als die Rating-Datenbank des Unternehmens. Als einer der führenden Anbieter von Firmenauskünften beinhaltet sie derzeit rund 12,1 Mio. Jahresabschlussinformationen. Die einzelnen Unternehmensinformationen sind dabei auch historisch vorhanden und können mit zusätzlichen Informationen aus anderen Creditreform Datenbanken kombiniert werden.

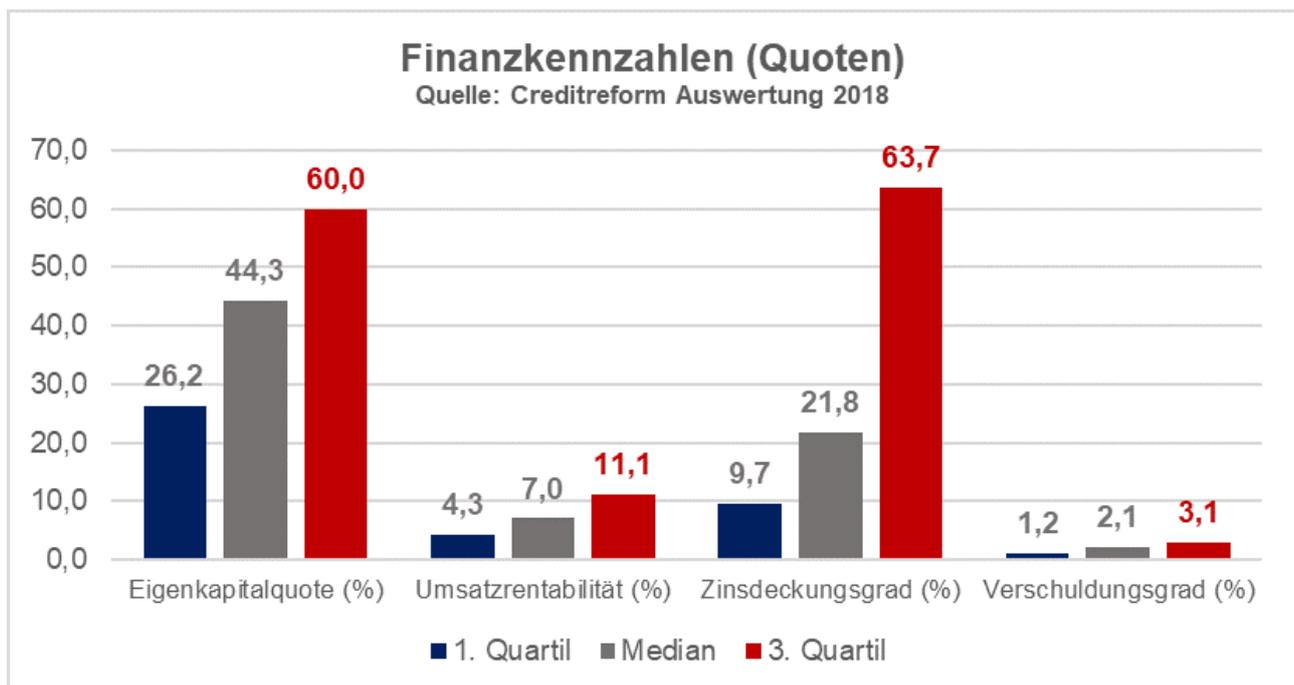
Allein im Jahr 2016 wurden 80.000 Unternehmen ausgewertet, für die eine Gewinn-und-Verlust-Rechnung vorlag. Die Durchsuchung mit den oben genannten Merkmalen ergab ein Potenzial von **3.148** deutschen Unternehmen, die für eine Finanzierung über einen Kreditfonds infrage kommen würden und die im Folgenden näher dargestellt werden.

Der Median der Bilanzsumme dieser Unternehmen liegt bei rund 36 Mio. Euro mit einer relativ breiten Streuung von 18 Mio. bis 75 Mio. Euro. Auch die Umsätze weisen eine große Bandbreite von 35 Mio. Euro bis auf 114 Mio. Euro auf, mit einem Median bei 61 Mio. Euro.

Daher sind auch die EBITDA-Werte breit gestreut und liegen zwischen 4 Mio. bis 15 Mio. Euro, wobei der Median hier bei 7 Mio. Euro liegt. Im Vergleich zur Umfrage des BAI liegt der Median des Umsatzes mit 61 Mio. Euro deutlich höher. In der BAI-Umfrage lagen rund 71 % aller Unternehmen in einer Bandbreite zwischen 25 Mio. und 75 Mio. Euro Umsatz, mit einem Schwerpunkt (43 %) im Bereich von 25 Mio. bis 50 Mio. Euro und damit deutlich unter dem Median der Creditreform-Auswertung.

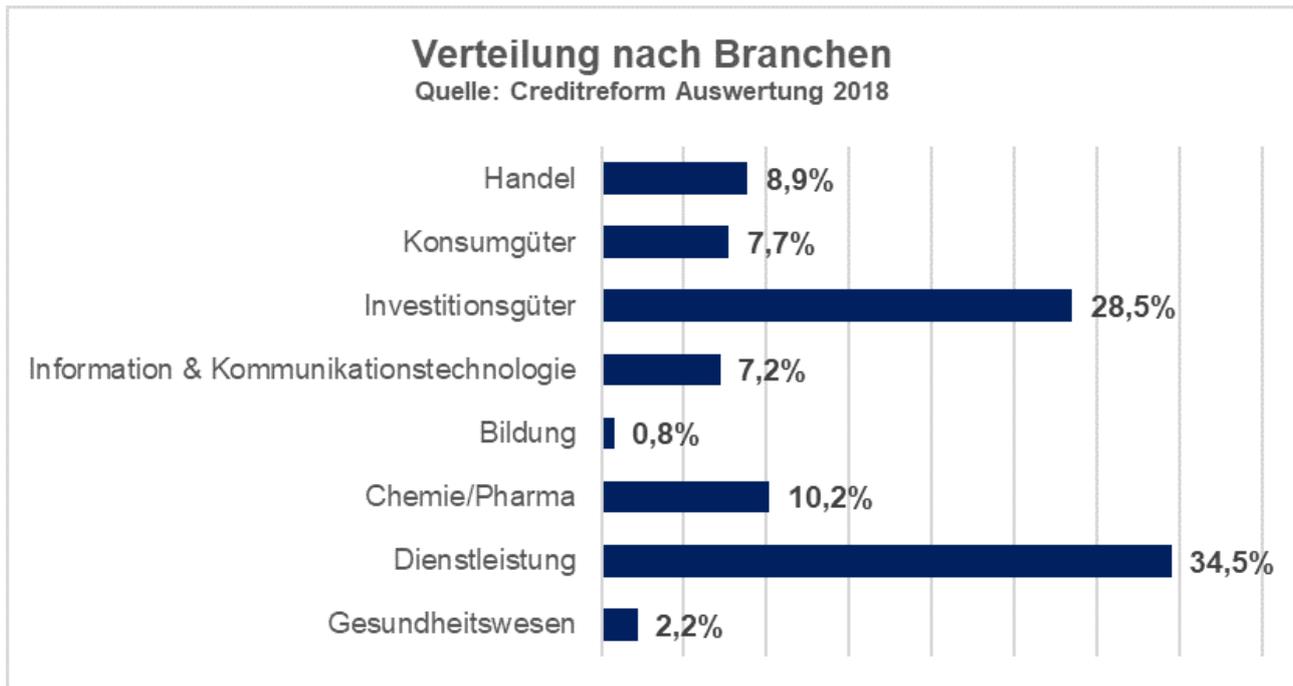


Bei den prozentualen Finanzkennzahlen wird die Bandbreite zumindest bei der Eigenkapitalquote und der Umsatzrentabilität enger. Der Median der Eigenkapitalquote liegt mit über 44 % auf einem sehr stabilen Niveau und der Median der Umsatzrentabilität liegt bei 7 %. Dieser muss immer im Zusammenhang mit der Branche gesehen werden, da z. B. Händler immer einen hohen Umsatz bei einer niedrigen Marge erzielen. Da der Schwerpunkt der Unternehmen aus dem Bereich Dienstleistungen (35 %) und Investitionsgüter (29 %) stammen, ist ebenfalls die Umsatzrentabilität auf einem stabilen Niveau.



Beim Zinsdeckungsgrad wird die Streuung um den Median dann wieder deutlich breiter. Der Median liegt hier bei 22 % und das 3. Quantil beträgt nahezu das Dreifache. Auch diese Kennziffer wird von der Branche und dem jeweiligen Geschäftsmodell beeinflusst, kann demnach entsprechend stark schwanken. Beim Verschuldungsgrad<sup>86</sup> wird hingegen deutlich, dass die Unternehmen mit nur 2 % im Median einen sehr niedrigen Verschuldungsgrad aufweisen und auch das 3. Quantil erreicht nur einen Wert von 3 %. Diese Verschuldungsgrade wären alle grundsätzlich für eine Senior-Tranche geeignet.

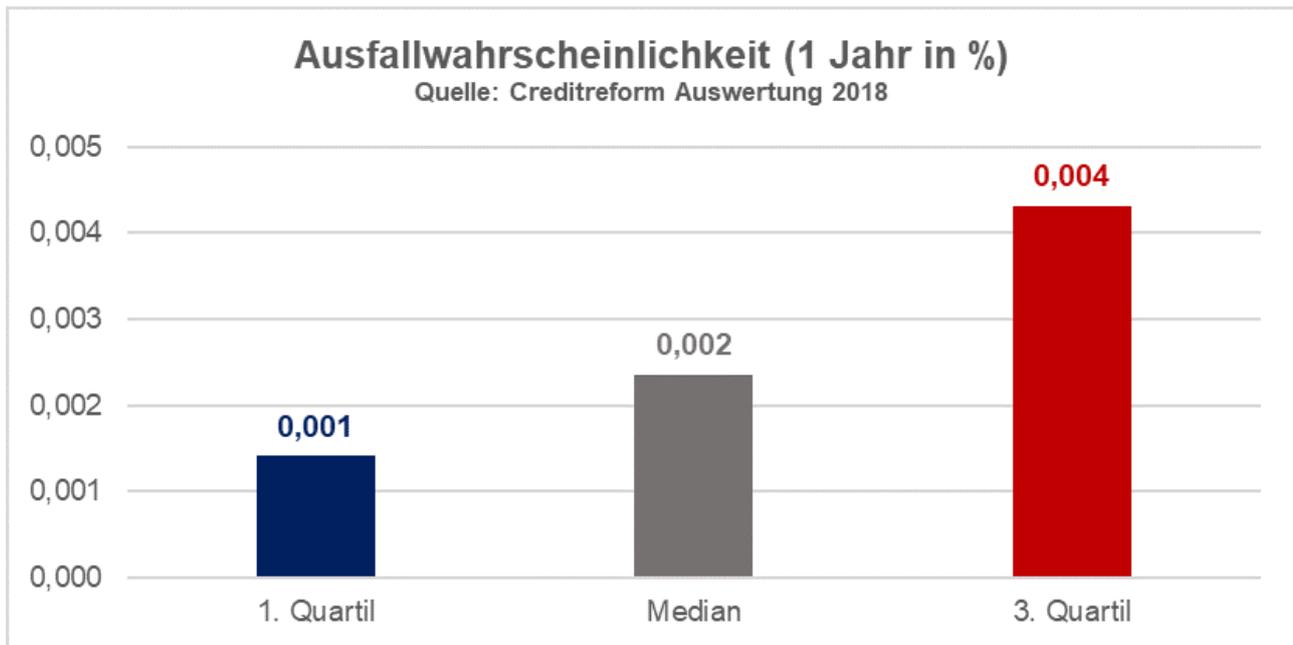
Neben den dominierenden Branchen Dienstleistung und Investitionsgüter sind die anderen aufgeführten Branchen relative gleich verteilt, mit Ausnahmen der Branchen Bildung und Gesundheitswesen.



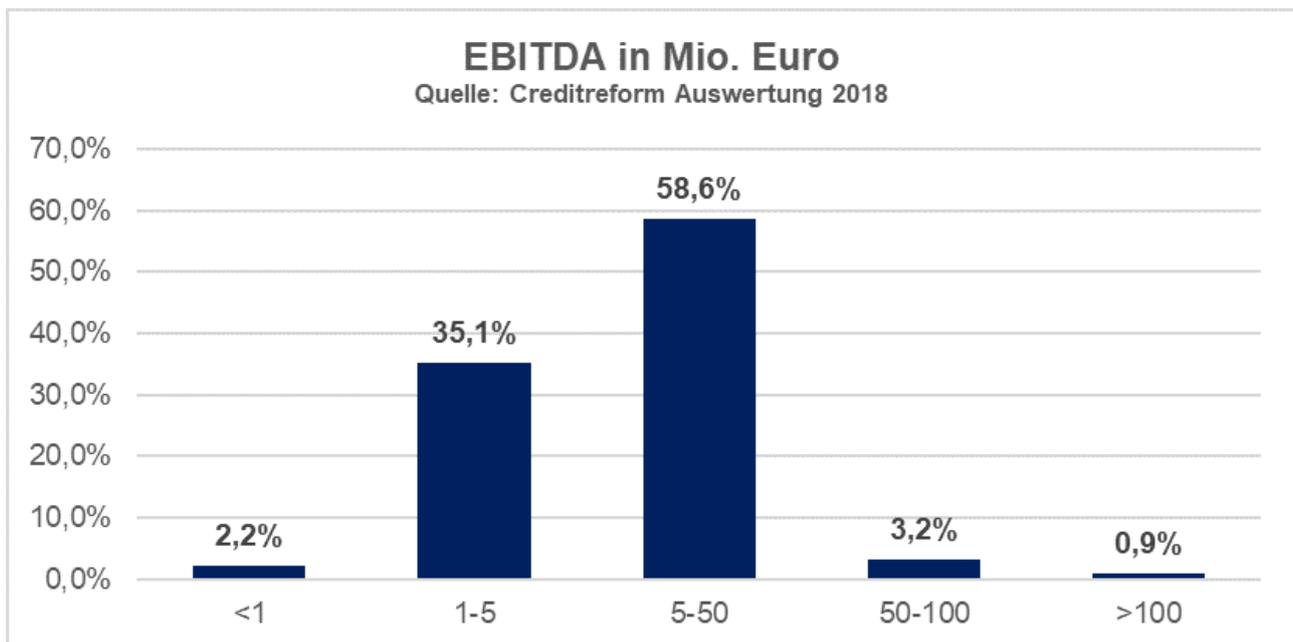
Die Grafik zeigt aber abweichende Resultate zur Umfrage des BAI. Denn in der Umfrage kam die Mehrheit der Unternehmen aus der Konsumgüterindustrie (43 %) und erst an zweiter Stelle folgte mit 29 % das verarbeitende Gewerbe, indem sich die Investitionsgüter wiederfinden lassen. Ebenso liegt der Anteil des Gesundheitswesens in der Umfrage mit 14 % deutlich höher als in der Auswertung der Creditreform. Hieraus lässt sich ableiten, dass für eine Kreditfinanzierung über einen Kreditfonds die Branche keine Rolle spielt und diese daher von Umfrage zu Umfrage bzw. Auswertung zu anderen Ergebnissen kommt.

Aufgrund des geringen Verschuldungsgrades der Unternehmen der Datenbankauswertung liegen auch die Ausfallwahrscheinlichkeiten extrem niedrig. Der Median der Auswertung liegt bei nur 0,002 % und selbst das 3. Quantil erreicht nur einen Wert von 0,004 %. Dies hängt selbstverständlich auch mit der hohen Eigenkapitalquote zusammen.

<sup>86</sup> Der Verschuldungsgrad ist der Quotient aus Fremdkapital zu Eigenkapital, nicht zu verwechseln mit der oben erwähnten Verschuldungshöhe, die in Vielfachen des EBITDA angegeben wird

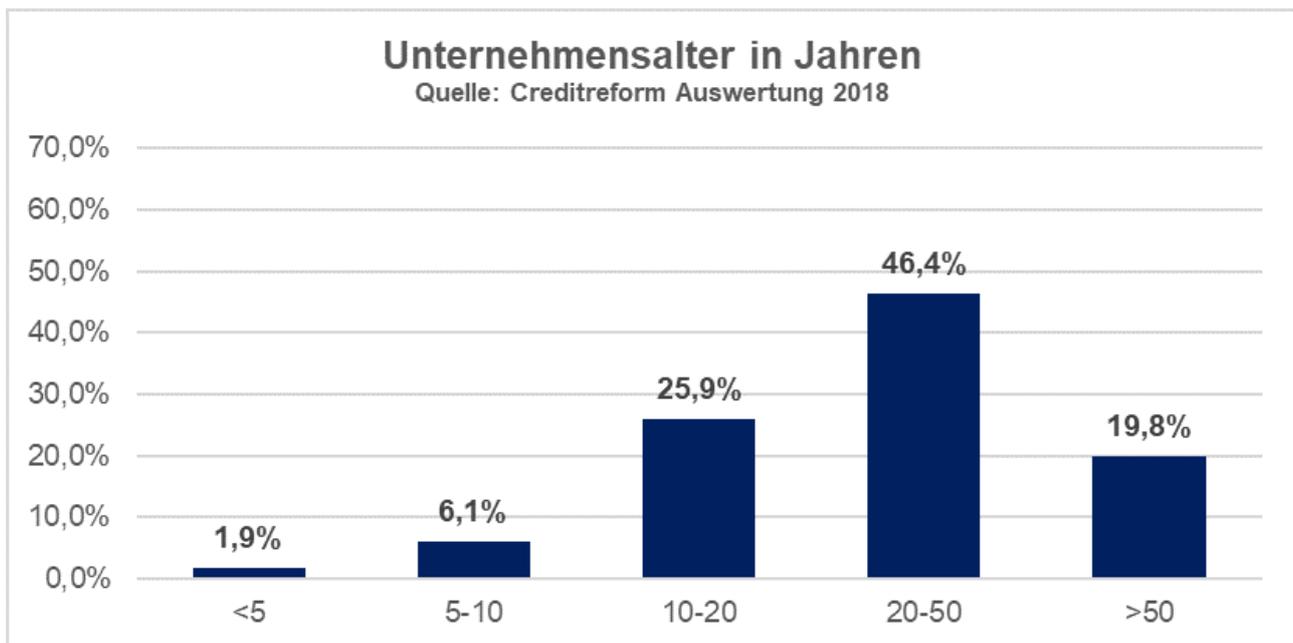


Neben den oben beschriebenen Finanzkennzahlen wurde auch nach dem EBITDA der Unternehmen ausgewertet. Die Verteilung zeigt hier einen deutlichen Schwerpunkt von fast 59 % aller Unternehmen zwischen 5 Mio. und 50 Mio. Euro.



Auch der Bereich zwischen 1 Mio. und 5 Mio. Euro macht noch rund 35 % aus, sodass fast 95 % der Unternehmen in einer Bandbreite zwischen 1 Mio. und 50 Mio. Euro EBITDA liegen. Dies war anhand des Auswahlmerkmals Umsatz zwischen 20 Mio. und 500 Mio. Euro zunächst nicht zu erwarten.

Ebenfalls unerwartet war das Unternehmensalter, welches sich bei der Auswertung ergeben hat. So sind rund 46 % aller Unternehmen zwischen 20 und 50 Jahre in ihrer Branche aktiv und verfügen somit auch finanziell über eine lange Historie. Fast 20 % sind vor mehr als 50 Jahren gegründet worden. Nur ein verschwindend geringer Anteil von 2 % ist jünger als 5 Jahre.



Zusammenfassend hat die Datenbankauswertung ergeben, dass das Potenzial von deutschen Unternehmen für eine Finanzierung über einen Kreditfonds vor allem lange am Markt aktive Unternehmen einschließt, die über solide Finanzkennzahlen und eine niedrige Ausfallwahrscheinlichkeit verfügen und vorwiegend aus den Bereichen Dienstleistungen und Investitionsgüterindustrie stammen.

## 5.6 Fallbeispiel einer Kreditfondsfinanzierung<sup>87</sup>

Ein öffentlich bekanntes Beispiel für eine Kreditfondsfinanzierung im Mittelstand ist der Verkauf der Halex Holding GmbH an einen neuen Finanzinvestor. Die Firma kommt aus dem Bereich Investitionsgüter (Werkzeugbau/Wärmebehandlung) und erwirtschaftete einen Umsatz von rund 40 Mio. Euro in 2017 mit 460 Mitarbeitern. Das EBITDA lag in 2017 bei rund 12,5 Mio. Euro und wies in den vergangenen Jahren teilweise einen jährlichen Zuwachs von bis zu 20 % auf. Der Unternehmenswert wurde im Zuge des Verkaufes auf 80 Mio. Euro taxiert.

Das Unternehmen wurde von H2 Equity Partners BV an Bencis Capital Partners BV verkauft, die mit dem Unternehmen eine Wachstumsstrategie verfolgen. Da das Geschäftsmodell sehr zyklisch ist, stehen Banken einer Finanzierung skeptisch gegenüber, so dass Bencis Capital Partners den Kauf mittels Kreditfonds finanzierte. Die Kreditfonds von Idivest Partners, Muzinich & Co und CVC Credit Partners stellten diese Finanzierung in Höhe von 50 Mio. Euro bereit. Innerhalb der Finanzierung wurde dem Unternehmen eine Akquisitionslinie eingeräumt, die jederzeit während der Laufzeit gezogen werden kann. Insgesamt erreicht die Verschuldung des Unternehmens durch diese Finanzierung knapp das Vierfache des EBITDA, wenn die Akquisitionslinie voll gezogen wird.

Die Flexibilität der Kreditfonds hinsichtlich dieser Linie und die Skepsis der Banken wegen des zyklischen Geschäftsmodells, welches sich in der Vergangenheit gezeigt hat, hat letztendlich den Ausschlag für die Finanzierung über die Kreditfonds gegeben.

<sup>87</sup> Vgl. die folgenden Ausführungen auf [www.debtwire.com](http://www.debtwire.com): Artikel vom 6. März und 9. März 2018 betreffen Halex Holding GmbH, erhältlich auch über die beteiligten Kreditfonds CVC Credit, Muzinich und Idivest

## 5.7 Zusammenfassung

Der Schwerpunkt der Unternehmen der Umfrage, die über einen Kreditfonds finanziert haben, liegt in einer Umsatzspanne zwischen 25 Mio. und 50 Mio. Euro. Bisherige Finanzierungsquellen dieser Unternehmen waren vor allem die interne Finanzierung oder die Finanzierung über die Hausbank. Die Firmen nehmen entweder eher kleinere Kredite in einer Bandbreite zwischen 2,5 Mio. und 15 Mio. Euro auf oder größere zwischen 25 Mio. und 75 Mio. Euro. Eine Häufung lässt sich jedoch nur im Bereich 2,5 Mio. bis 5 Mio. Euro feststellen.

Die Kredite werden in erster Linie für Übernahmen oder für das operative Wachstum verwendet. Die Zinshöhen der Kredite weisen Schwerpunkte zwischen 5 % und 7 % sowie zwischen 9 % und 12 % auf. Innerhalb dieser Bandbreite sind alle Verschuldungsgrade und Kredittranchen vertreten, wobei kein Kredit nachrangig ist. Die vertraglichen Laufzeiten der Kredite liegen vorwiegend zwischen 5 und 7 Jahren und sind mehrheitlich endfälliger Natur. Die Kredite werden mit mehreren Gläubigerschutzklauseln ausgestattet, wobei der Verschuldungsgrad die häufigste Begrenzung darstellt. Die Kredite können mehrheitlich vorzeitig, in der Regel gegen Gebühr, zurückgezahlt werden. Der häufigste Entscheidungsgrund für den Kreditfonds war die schnellere Kreditgewährung durch den Fonds gegenüber der Hausbank. Dafür sind die Unternehmen auch bereit höhere Zinssätze zu zahlen.

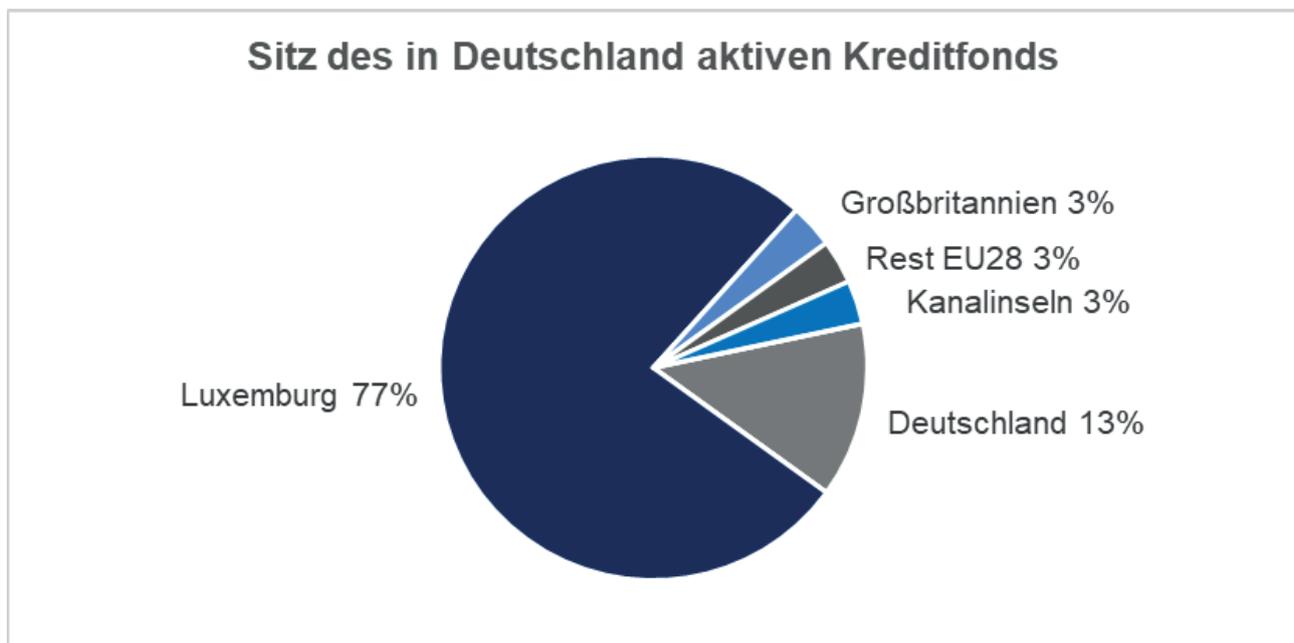
Die Auswertung der Creditreform kam teilweise zu leicht abweichenden Ergebnissen. So lag der Median der Auswertung bei einem Umsatz von 61 Mio. Euro und damit deutlich höher als in der Umfrage. Auch die Branchenverteilung der Auswertung wich von den Ergebnissen der Umfrage ab. Insgesamt zeigt aber die Auswertung, dass derzeit das Potenzial in Deutschland nicht nur mit 3.148 Unternehmen sehr groß ist, sondern zudem auch finanziell sehr stabil und über alle Branchen verteilt. Die finanziellen Kennzahlen sind bei diesen Unternehmen sehr robust und die Mehrzahl verfügt über ein EBITDA zwischen 5 Mio. und 50 Mio. Euro. Sie liegen damit in dem Bereich, der als klassischer deutscher Mittelstand bezeichnet wird.

## Kapitel 6: Umfrage unter den Asset Manager der Kreditfonds in Deutschland

Für die Umfrage unter den Kreditfonds wurden 43 in Deutschland aktive Asset Manager angeschrieben. Dabei wurde bei der Auswahl versucht, diejenigen Manager zu identifizieren, die primär in Deutschland mit ihren Kreditfonds aktiv sind (vgl. zur Anzahl der Kreditfonds Kapitel 4.1). Teilgenommen haben – je nach Frage – zwischen 21 und 30 Manager, wobei der Mittelwert über alle Fragen bei 24 liegt. Angesichts von nur 35 bis maximal 50 in Deutschland aktiven Kreditfonds wurde damit ein aussagekräftiges Ergebnis erreicht. Allerdings ist die Gesamtzahl der Unternehmenskreditfonds in Deutschland noch sehr gering, sodass es bei einem zukünftigen Wachstum schnell zu Abweichungen von dieser Umfrage kommen kann.

### 6.1 Teil I - Fragen zum Kreditfonds

Rund 77 % aller in Deutschland aktiven Unternehmenskreditfonds haben ihren Sitz in Luxemburg. Erst an zweiter Stelle folgt mit deutlichem Abstand und einem Anteil von nur noch 13 % Deutschland als Heimatbasis. Als weitere Destinationen mit jeweils 3 % Anteil folgen Großbritannien und die Kanalinseln sowie weitere Länder in der EU 28, ohne die bereits aufgezählten.

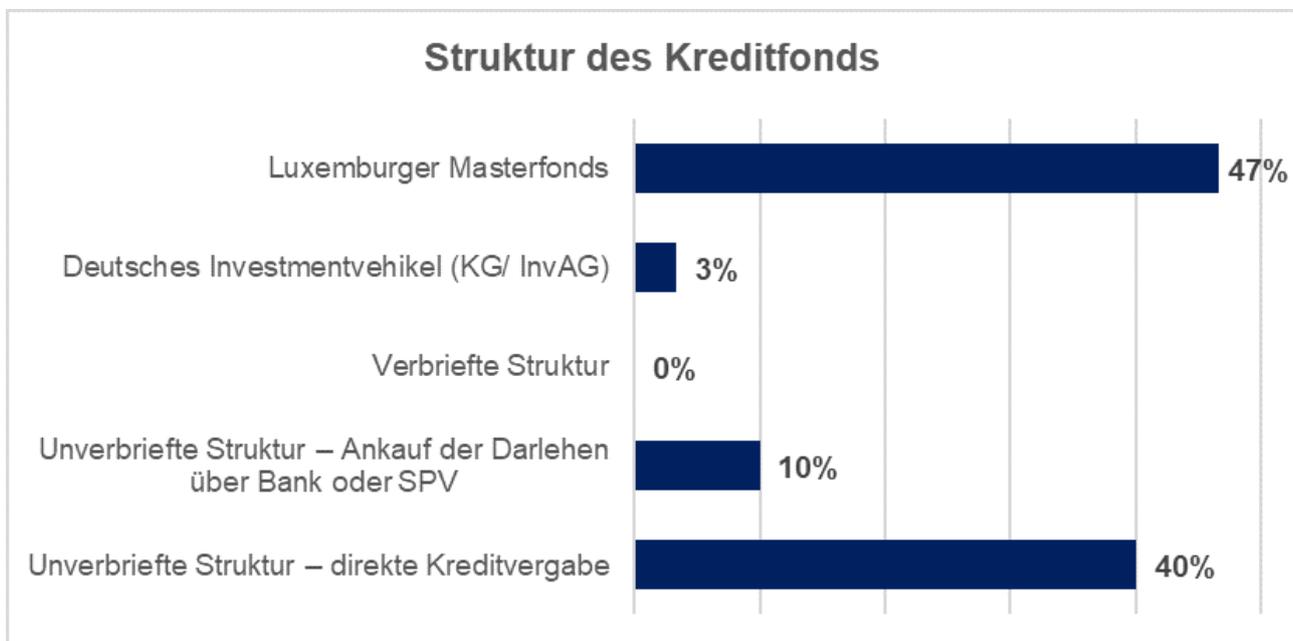


Viele weitere bekannte Fondsstandorte wurden bei der Umfrage nicht benannt. So war keiner der Kreditfonds in Irland, in den USA (z. B. Delaware) oder in einer Offshore-Destination gemeldet. Auch lag kein Sitz eines Kreditfonds der befragten Teilnehmer in der Schweiz oder in Österreich.

Die Gründe für die Wahl eines ausländischen Standortes sind in erster Linie die besseren regulatorischen Rahmenbedingungen (50 %) und die besseren steuerlichen Vorgaben (36 %) für den Kreditfonds im Vergleich zu Deutschland. Einem bereits bestehenden Sitz einer Konzerngesellschaft oder eines Fonds im Ausland und die daraus resultierenden Synergieeffekte gaben nur 21 % der befragten Teilnehmer zusätzlich an. Der derzeit oft diskutierte Fachkräftemangel liegt ebenso auf den hinteren Plätzen zur Begründung für einen ausländischen Sitz, genauso wie die Wahl des Standortes aufgrund des besonderen Renommées des Sitzlandes oder der Stadt (beide je 11 %). Eine investorenfreundliche Rechtsprechung, z. B. im Falle einer Insolvenz eines Kreditnehmers, war für nur 14 % der Befragten ausschlaggebend für die Wahl eines ausländischen Standortes.

Obwohl nur 6 % der Kreditfonds ihren Sitz in Großbritannien und auf den Kanalinseln haben, kein Einziger an einem anderen Off-Shore-Standort oder in den USA sitzt, benutzen dennoch rund 77 % aller in Deutschland aktiven Kreditfonds Englisch als Vertragssprache für die Dokumentation. Nur 23 % benutzen die deutsche Sprache. Dies mag auch damit zusammenhängen, dass die meisten Fonds nicht ausschließlich in Deutschland aktiv sind und daher nicht für jedes einzelne Land eine eigenständige Dokumentationsprache verwenden wollen.

Als rechtliche Struktur des Kreditfonds wählen die meisten Kreditfonds einen Luxemburger Masterfonds (47 %). Als zweithäufigste Struktur folgt mit 40 % die unverbriefte Fondsstruktur für die direkte Kreditvergabe an Unternehmen. Der Ankauf von Darlehen, entweder direkt von einer Bank oder über eine Zweckgesellschaft (SPV – Special Purpose Vehicle) liegt relativ weit abgeschlagen auf dem dritten Platz mit einem Anteil von nur noch 10%. Das deutsche Investmentvehikel kommt noch auf einen Anteil von 3 %. Kein einziger befragter Kreditfonds-Manager hat für seinen Kreditfonds eine verbrieftete Struktur mit oder ohne Rating ausgewählt. Auch andere Formen, wie z. B. Collateralized Loan Obligations (CLO)<sup>88</sup>, die zusätzlich neben der Zweckgesellschaft (SPV) abgefragt wurden, wurden nicht von den Managern als Struktur für ihren Kreditfonds ausgewählt.

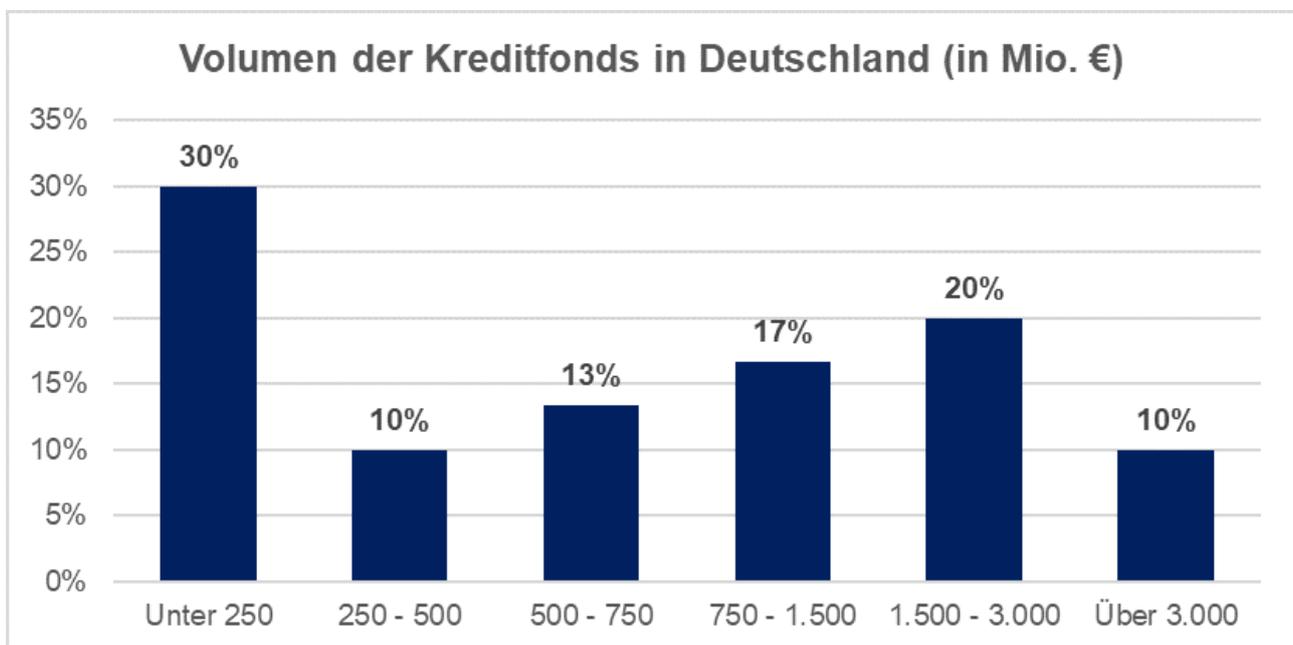


Die Wahl der Struktur hängt auch mit den Wünschen der Investoren zusammen. Rund 60 % der Kreditfonds-Manager stimmten der Aussage zu, dass die Struktur des Fonds teilweise auf den Einfluss der Investoren zurückzuführen sei. Nur 10 % verwarnten sich gegen jede Beeinflussung bei der Wahl der Struktur durch einen Investor. Zusätzlich gaben 30 % der Fondsmanager an, individuell für eine bestimmte Gruppe von Investoren ihren Fonds ausgelegt zu haben, rund 3 % sogar nur für einen Investor. Diese Aussagen stimmen mit den Antworten überein, dass rund 27 % der Fonds nach Solvency II, also für Investoren wie große Versicherungsgesellschaften und ebenfalls 27 % nach der Anlageverordnung (AnIV), also für kleinere Versicherungsgesellschaften, Pensionskassen und -fonds sowie Versorgungswerke, aufgelegt wurden. Die Nachfrage bestimmt demnach die Struktur des Fonds. Daher sind auch viele Luxemburger Fonds auf die deutsche Investorenregulierung ausgerichtet.

<sup>88</sup> CLOs sind eine Variante der verbrieften Firmenkredite, die in der Regel besichert sind, aber zumeist auch mit einer zusätzlichen Verschuldung des Vehikels eine höhere Rendite erwirtschaften (Hebelwirkung). Da CLO auch in Junior-Tranchen investieren, sind ihre Renditen zumeist zweistellig. Das Risiko bei einer solchen Investition ist, aufgrund der Verschuldung des Verbriefungsvehikels und der Junior-Tranchen, ungleich höher.

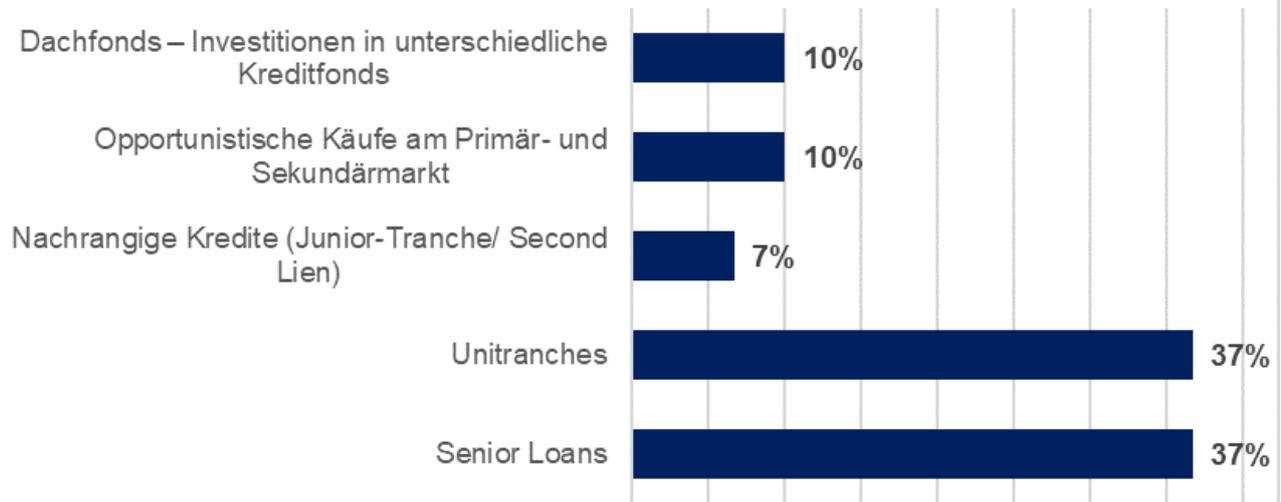
Während der Einfluss auf die Struktur des Fonds durch den Investor groß ist, gilt diese Aussage nicht für die letztendliche Kreditvergabe an die Unternehmen. Rund 83 % gaben an, dass die Investoren auf die Kreditvergabe keinen Einfluss haben, sondern nur die Präferenzen der Investoren hinsichtlich bestimmter Regionen berücksichtigt werden, sofern dies überhaupt möglich ist. Selbst Branchenwünsche von einigen Investoren finden keinen Weg in die Entscheidung des Fonds zur Kreditvergabe. Nur rund 7 % der Kreditfonds gaben zusätzlich an, dass sie auf Wunsch der Investoren in bestimmte Unternehmen investieren würden.

Die Größe der Kreditfonds ist hingegen breit gestreut. So sind Fonds mit einem Volumen von unter 250 Mio. Euro mit einem Anteil von rund 30% zwar leicht dominierend, aber an zweiter Position folgen dann schon Kreditfonds mit einem Volumen zwischen 1,5 Mrd. und 3 Mrd. Euro. Da zudem Fonds zwischen 750 Mio. und 1.500 Mio. Euro einen Anteil von 17 % innehaben und Fonds zwischen 500 Mio. und 750 Mio. Euro bei rund 13 % liegen, scheint die Tendenz insgesamt eher zu größeren Kreditfonds, als zu kleineren Volumina zu gehen. Dies unterstreicht auch der Anteil der Kreditfonds, deren Volumen über 3 Mrd. Euro liegen und die derzeit einen Marktanteil von rund 10 % halten. Insgesamt machen Fonds, die ein Volumen von über 500 Mio. Euro aufweisen rund 60 % aller Kreditfonds in Deutschland aus.



In den Fonds dominieren die besicherten Tranchen. So kommen Senior-Tranchen und Unitranchen auf einen Anteil von jeweils 37 %, sodass fast drei Viertel aller Kredite innerhalb der Kreditfonds besichert sind. Hinzu kommen noch rund 10 % von opportunistischen Käufen am Primär- und Sekundärmarkt, die auch in besicherte Tranchen getätigt werden können. Diese werden oft mit Diskont angekauft und haben dadurch eine höhere Rendite als die ausgewiesene Verzinsung des Kupons. Dachfonds kommen auf einen Anteil von rund 10 %. Nachrangige Kredite, die in der Regel unbesichert sind, werden von nur 7 % der Kreditfonds vergeben. Distressed Debt oder die neuere First-out-/Second-out-Strategie wurden hingegen von keinem der befragten Kreditfonds in Deutschland als primäre Strategie verfolgt.

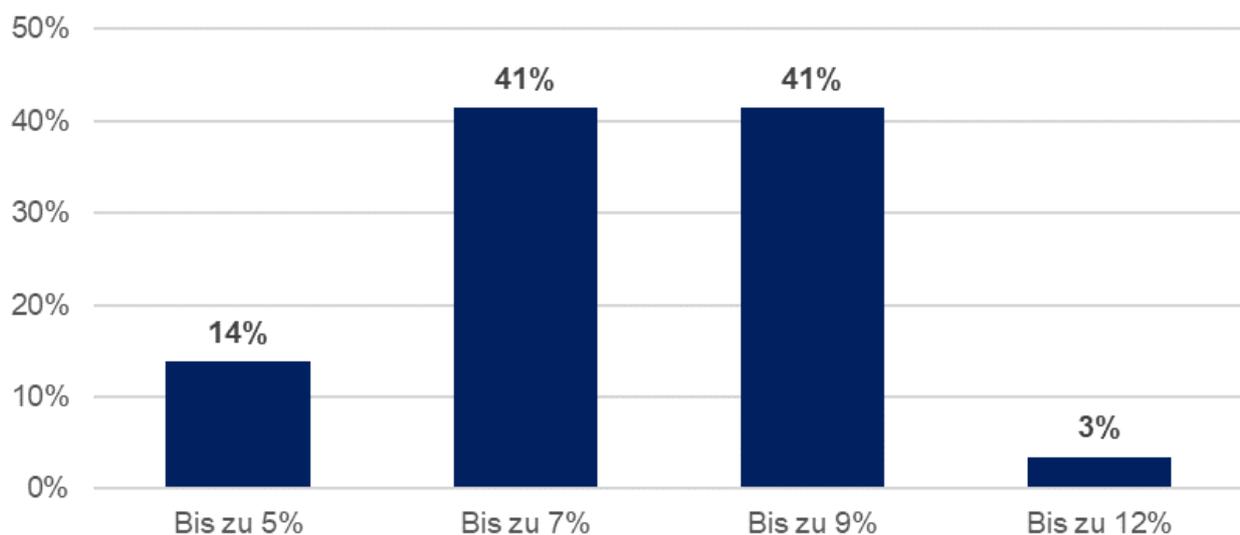
### Strategien und Tranchenanteile der Kreditfonds



Die Renditeerwartungen der Kreditfonds spiegeln den Schwerpunkt des Marktes auf besicherte Kredite wieder. So streben rund 41 % aller Fonds eine Barrendite bis zu 9 % an, ebenfalls 41 % würden sich mit einer Barrendite von bis zu 7 % begnügen. Rund 14 % gaben an, dass bis zu 5 % das angestrebte Ziel des Kreditfonds ist. Nur 3 % versuchen Renditeziele von bis zu 12 % zu erreichen.

Mehr als 12 % Renditevorgabe für den Fonds gab kein einziger in Deutschland aktiver Kreditfonds an. Höhere Renditen jenseits von 9 % lassen sich in der Regel nur durch nachrangige Junior-Tranchen, Mezzanine-Tranchen oder andere höhere Risikovarianten darstellen.<sup>89</sup>

### Angestrebte jährliche Barrendite des Kreditfonds



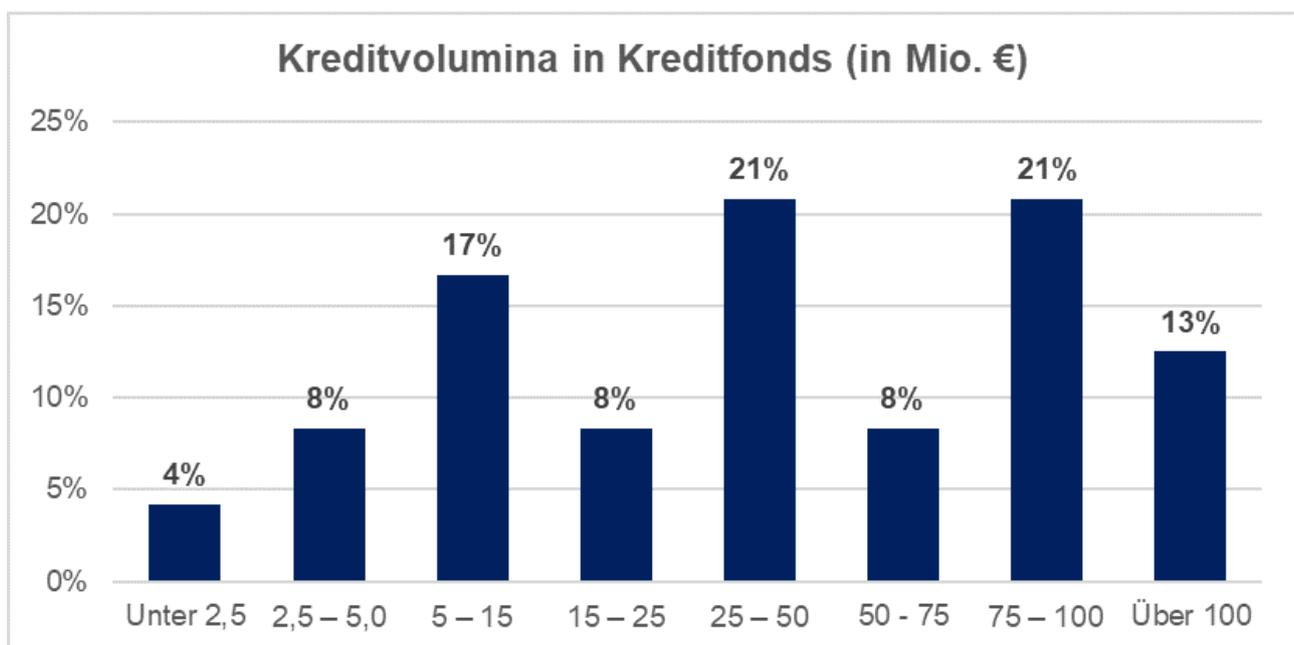
<sup>89</sup> Barrendite ist das Verhältnis der Ausschüttung des Fonds zum aktuellen Wert (Kurs) des Fonds. Die Ausschüttungen beinhalten auch Zusatzerträge wie z. B. Strukturierungs- oder Bereitstellungsgebühren. Dadurch erhöht sich die Rendite über die eigentliche Zinszahlung hinaus.

Die Kreditfonds behalten die Verwaltung und Kontrolle der Kredite innerhalb des eigenen Hauses. So gaben 28 % aller Fonds an, alle Aufgaben Inhouse durchzuführen und keine externe Unterstützung in Anspruch zu nehmen. Für 62 % der Fonds ist zudem die Vergabe der Kredite Kerngeschäft sowie für 59 % aller befragten Fonds auch die Implementierung der Fondsstruktur. Die Kreditprüfung und die Entscheidung sehen sogar 76 % der Fonds als Hauptaufgabe an und überlassen dies demnach nicht Banken oder anderen Kreditprüfern. Daher überwachen 59 % der Fonds ihre Kreditnehmer selber und beauftragen nicht externe Prüfer zur Kontrolle der Unternehmen. Auch die Kapitalverwaltung verbleibt bei rund 45 % der Fonds im eigenen Haus. Hingegen werden die Funktionen, Zahlstelle, die Fondsadministration, der Sicherheiten-Treuhänder, der Hedge-Counterpart sowie der Collateral Manager eher außerhalb des Fonds angesiedelt. Die Verwahrstelle ist hingegen regulatorisch vom Fonds getrennt.

Diese sehr enge Führung der Kreditnehmer spiegelt sich hingegen nicht im Akquisitionsweg wieder. Denn der erste Kontakt zu den einzelnen Unternehmen findet in 30 % aller Fälle auch in Deutschland über einen Private-Equity-Investor statt. In 28 % der Fälle wird ein Finanzierungsberater als Kontaktstelle angegeben und die Banken sind noch für rund 19 % aller Vermittlungen von Krediten zuständig. Direkte Beziehungen zu den kreditnehmenden Unternehmen machen derzeit nur 12 % aller Kreditvergaben aus und rund 11 % kommen noch über andere, nicht näher spezifizierte Wege zustande. Mehr als die Hälfte der befragten Kreditfonds waren zum Stand 30.06.2018 zu mehr als 60 % investiert. Rund 10 % aller Fonds waren zu 95 % investiert und rund 26 % aller Fonds hatten zwischen 75 % und 95 % ihrer eingesammelten Gelder bereits investiert. Insofern handelt es sich bei den Antworten der Kreditfonds-Manager um Ist-Werte und nicht um Planwerte.

## 6.2 Teil II - Fragen zum Unternehmenskredit

Die Größenordnung der vergebenen Kredite durch den Kreditfonds schwankt je nach dem Finanzierungsbedarf der einzelnen Unternehmen. In unserer Umfrage lag der Anteil der Kredite über 25 Mio. Euro bei rund 63 %. Dabei werden häufiger Kredite zwischen 25 Mio. – 50 Mio. und 75 Mio. – 100 Mio. Euro vergeben (Anteil bei je 21 %). Kredite mit einem Volumen über 100 Mio. Euro kommen auf einen Anteil von 13 %. Im unteren Drittel (37 %) zwischen 2,5 Mio. – 25 Mio. Euro dominiert die Kreditvergabe zwischen 5 Mio. – 15 Mio. Euro mit einem Anteil von 17 %. Kleine Kreditvolumina unter 2,5 Mio. Euro machen nur 4 % aller Kreditvergaben innerhalb der befragten Kreditfonds aus.

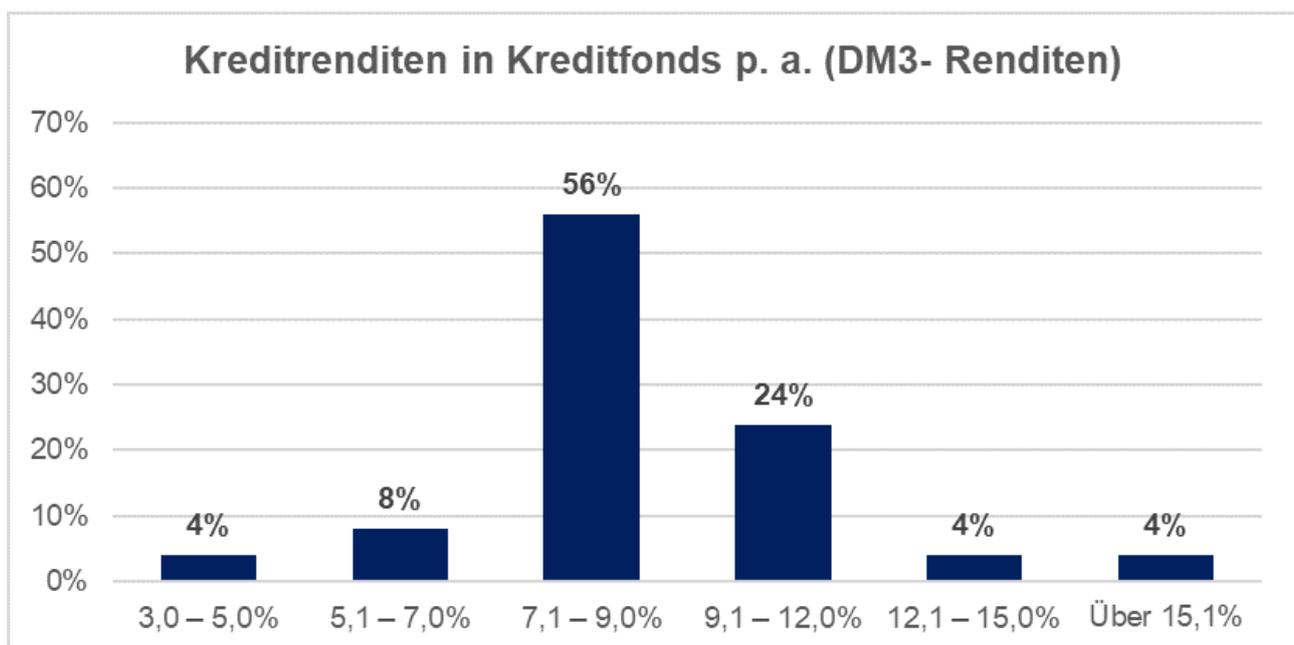


Rund 63 % aller Kreditfonds vergeben endfällige Kredite mit laufender, regelmäßiger Zinszahlung. Nur 4 % aller Kreditfonds vergeben Kredite mit einer Tilgungsstruktur. 17 % haben beide Varianten für ihre Kreditnehmer strukturiert. Die besondere Flexibilität der Kreditfonds zeigt sich in der Kreditvariante mit individueller Tilgung.

8 % aller Kreditfonds bieten eine solche Kreditmöglichkeit an. Aber auch eine risikoreichere Variante wird von 8 % der Kreditfonds angeboten: Bei diesem Kredit ist nicht nur der Kreditbetrag endfällig, sondern auch die Zinszahlung fällt erst am Ende der Laufzeit an, wird also während der Laufzeit mitfinanziert. Dies ist für den Kreditnehmer immer dann von Vorteil, wenn er gegen Ende der Laufzeit mit einem hohen Ertrag aus einer kreditfinanzierten Aktivität rechnet, und so die Einnahmen aus der Aktivität mit der Rückzahlung des Kredites in Einklang bringen kann, ohne auf operative Erträge für die laufenden Zinszahlungen zurückgreifen zu müssen.

Zentraler Dreh- und Angelpunkt sind die Zinszahlungen der Unternehmen, die die Kreditrendite des Einzelkredites bestimmen. Bei den befragten Kreditfonds liegt der Schwerpunkt der Renditen zwischen 7 % - 12 %. Rund 56 % aller Kredite an Unternehmen haben einen Zinssatz zwischen 7 % – 9 % und rund 24 % aller Kredite liegen bei einem Zinssatz zwischen 9 % – 12 %. Rund 8 % der Unternehmenskredite liegen zwischen 5 % – 7 % und ebenfalls 8 % der Unternehmenskredite liegen bei einem Zinssatz oberhalb von 12 %. Die hier abgefragte Kreditrendite (Sicht des Kreditfonds) ist die sogenannte „Discounted Margin 3“ (DM3-Rendite), die alle Zinszahlungen und Zusatzerträge innerhalb der ersten drei Jahre berechnet.

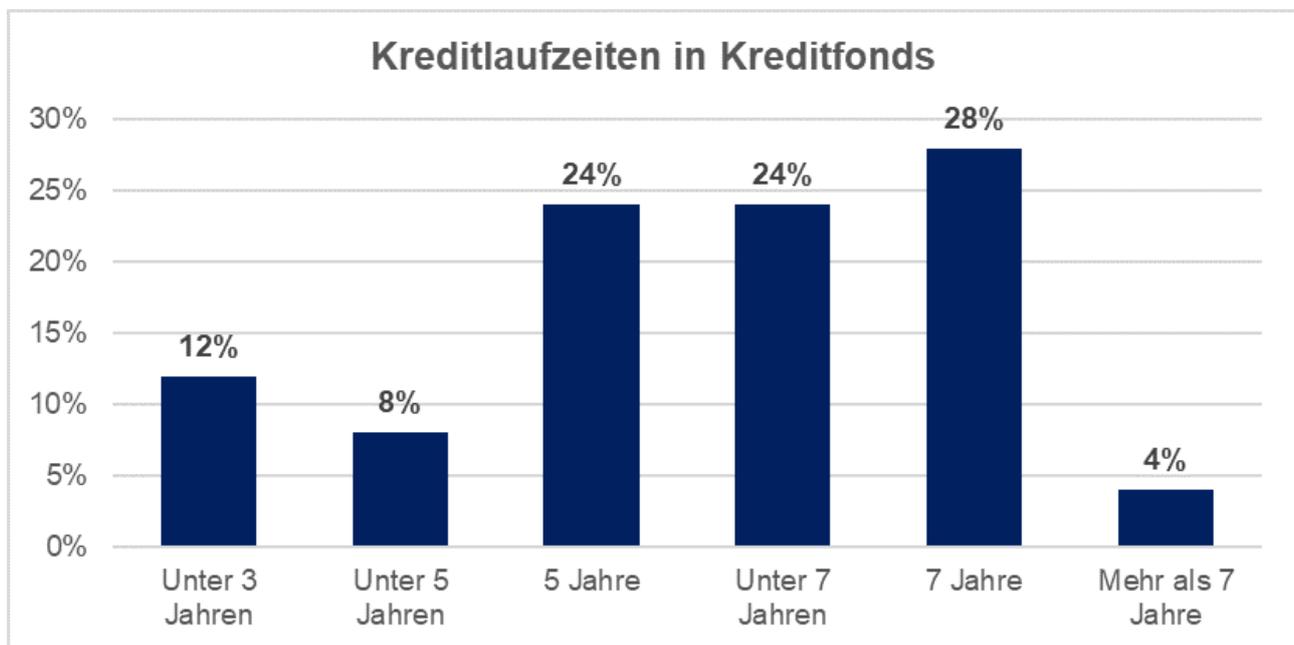
Die Zusatzerträge sind in erster Linie die Strukturierungs- und Bereitstellungsgebühren der Kreditfonds (unter anderem Upfront-Fees). Da diese teilweise bis zu 4 % des Kreditbetrages ausmachen können, liegt die DM3-Rendite deutlich über der Nominalverzinsung des Kredites, da die Gebühren auch in voller Höhe auf nur drei Jahre gerechnet werden.



Die meisten Zinsvereinbarungen basieren auf einem Basiszinssatz (zumeist in Europa entweder EURIBOR oder LIBOR) plus einer zusätzlichen Marge, die das eigentliche Risiko des zugrundeliegenden Kredites bepreist. Rund 44 % aller Kredite verfügen hierbei über eine feste Marge, die während der gesamten Laufzeit fix ist. 32 % aller Kredite an Unternehmen in einem Kreditfonds haben ein Margengitter vereinbart. Hierbei schwankt die Marge der Zinszahlung mit der aktuellen Verschuldung des Unternehmens. Damit sind 76 % der Kredite an einem Basiszins gebunden, der sich im Interbankenmarkt bildet bzw. durch die Zentralbanken beeinflusst wird. 20 % aller Kreditfonds fixieren die Höhe der Zinszahlung hingegen allein an der Ausgestaltung der einzelnen Tranchen (Senior, Junior etc., siehe Kapitel 4.4) und damit am reinen Kreditrisiko zu Beginn der Finanzierung. Rund 4 % der Kreditfonds gaben an, dass ihre Zinszahlungen von anderen Finanzkennzahlen abhängig sind, also auch hier die jeweilige aktuelle Kreditfähigkeit des Unternehmens die Zinshöhe bestimmt.

Ein weiterer Faktor bei der Bestimmung der Zinshöhe ist die Laufzeit der Kredite. So steigen diese mit der Länge der Laufzeit in der Regel an. Bei den Laufzeiten ergibt sich bei den Kreditfonds jedoch kein einheitliches Bild. Die vertraglich vereinbarten Laufzeiten schwanken über die volle Bandbreite, haben aber einen Schwerpunkt im Bereich 5 bis 7 Jahre.

Gut 28 % aller Kredite liegen bei einer Laufzeit von 7 Jahren, 24 % liegen zwischen 5 und 7 Jahren und weitere 24 % liegen bei 5 Jahren, also in einem Konkurrenzfenster zu den meisten Bankkrediten. Rund 4 % aller Kredite haben Laufzeiten von über 7 Jahren. Laufzeiten von mehr als 5 Jahren werden von Banken in der Regel eher ungern finanziert, sodass Kreditfonds mit ihren Investoren, die eher langläufige Erträge suchen, hier einen signifikanten Vorteil haben. Die Umfrage ergab auch, dass Kreditfonds durchaus kurzfristige Finanzierungen anbieten; rund 12 % aller Kredite in Kreditfonds liegen bei Laufzeiten unter 3 Jahren. Insgesamt zeigt die Bandbreite der unterschiedlich langen Laufzeiten die Flexibilität bei der Kreditvergabe durch die Kreditfonds.



Auch bei der Vertragsgestaltung sind die meisten Kreditfonds flexibler und gehen auf ihre Kreditnehmer ein. Rund 63 % aller Kreditfonds gaben an, die Kreditverträge individuell mit dem Kreditnehmer zu verhandeln. 33 % gaben an, nur dann eine Finanzierung durchzuführen, wenn ihre Vorstellung von risikoadjustierten Konditionen erfüllt werden. Nur 4 % aller Kreditfonds verwenden einen Standardkreditvertrag für alle Kreditnehmer.

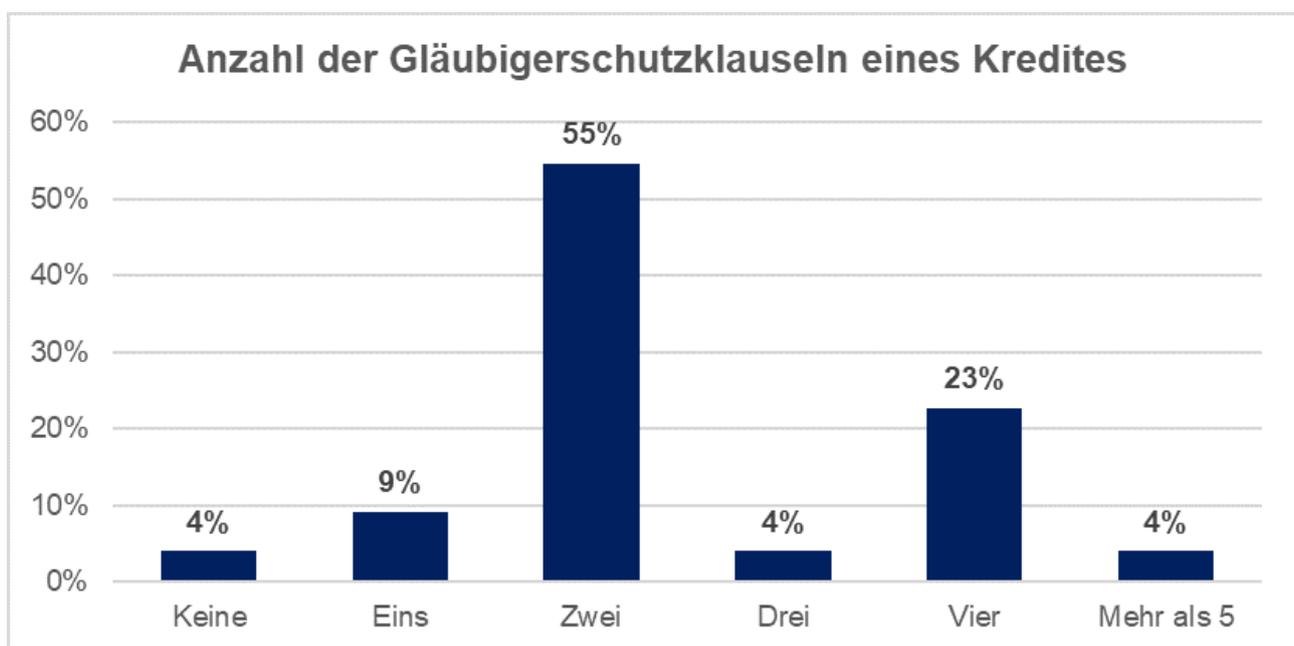
Besonderen Wert legen Kreditfonds auf die Finanzierung gegen Sicherheiten.<sup>90</sup> So finanzieren rund 74 % aller Kreditfonds nur ausschließlich gegen die Stellung von Sicherheiten, die sie dann auch selbst verwalten bzw. kontrollieren. Weitere 17 % bestehen ebenfalls auf Sicherheiten bei einer Kreditgewährung, haben die Verwaltung dieser aber einem externen Partner übertragen. Insgesamt stellen nur 9 % aller Kreditfonds allein auf den zukünftigen Kapitalfluss des Unternehmens ab. Dieses Ergebnis spiegelt die Vorgehensweise von Banken wieder; denn auch diese stellen erst bei Großkrediten auf den Kapitalfluss ab, während sie bei kleineren Kreditvolumina Sicherheiten bevorzugen.

<sup>90</sup> Unabhängig von der Besicherung der Kredittranchen sind Kreditfonds generell kapitalflussbasierte Kreditgeber, die die zukünftige Entwicklung des Kreditnehmers bewerten. Sind Sie der einzige Kreditgeber muss nicht zwingend eine dingliche Besicherung/ Verpfändung des einzelnen Sicherungsgutes erfolgen, um den Kredit als besichert zu bezeichnen; der erste Zugriff (Senior Position) auf die Sicherheiten ist entscheidend für die Besicherung.

Neben den Sicherheiten sind vor allem die Gläubigerschutzklauseln bei der Kreditgewährung von besonderer Bedeutung. 83 % aller Kreditfonds gaben an, dass mehrere Gläubigerschutzklauseln zwingend während der Kreditlaufzeit eingehalten werden müssen. Dabei steht das Veräußerungsverbot von Unternehmensanteilen mit 55 % an der Spitze der verschiedenen Kreditvorgaben. 50 % der Kreditfonds ziehen zusätzlich Investitionsgrenzen im operativen Geschäft (Capex Limit) ein. 46 % aller Fonds fixieren in ihren Kreditverträgen oft auch zusätzlich ein Gewinnausschüttungsverbot und einen Kapitaldienstdeckungsgrad. 38 % der Kreditfonds steuern zudem die Verschuldung mittels eines Zinsdeckungsgrads und für nur 25 % ist der Verschuldungsgrad die wichtigste Vertragskennzahl.

Da ein Teil der Kredite mit Basiszins plus Margengitter vergeben werden, hat ein fester Verschuldungsgrad in dieser Darlehensform keinen Sinn, denn hier wurde die Möglichkeit zu einer höheren Verschuldung vertraglich zugesagt.

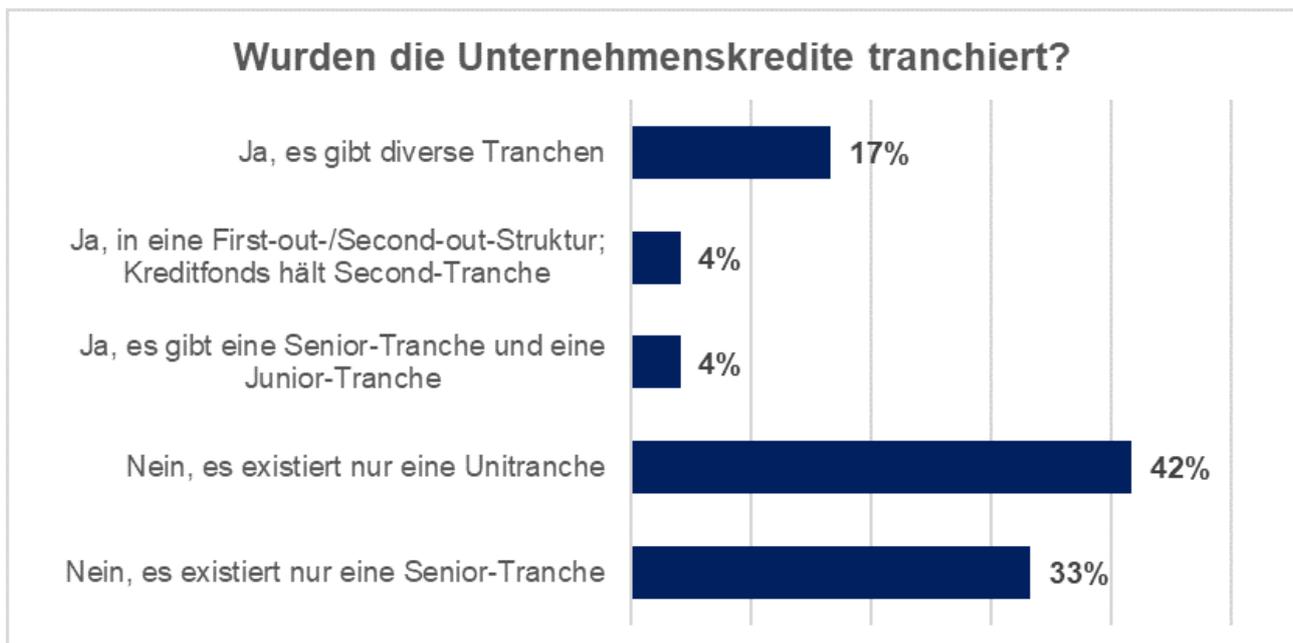
Durchschnittlich gibt es 2,6 Gläubigerschutzklauseln in einem Kreditvertrag eines Kreditfonds. Rund 55 % aller Kreditfonds verfügen über mindestens zwei vertraglich fixierte Schutzklauseln, 23 % aller Fonds besitzen sogar vier.



Insgesamt haben rund 86 % aller Kreditfonds zwei oder mehrere Schutzklauseln vereinbart. Nur 4 % aller Fonds besitzen überhaupt keine und rund 9 % der Kreditfonds begnügt sich mit nur einer Gläubigerschutzklausel.

Neben den Sicherheiten und den Schutzklauseln ist die Rangfolge des Kredites, gerade bei der Verwertung von Sicherheiten, ein entscheidender Risikofaktor. Hierbei ist die Mehrzahl der Unternehmenskredite (75 %) in nur einer Tranche aufgelegt worden. Dabei dominiert die Unitranche mit 42 % die Senior-Tranche mit 33 %.

Beide Tranchen sind voll besichert, nur weist die Unitranche, durch die Mischung mit einer dann nicht-vorhandenen/aufgelegten Junior-Tranche, eine höhere Verschuldung auf. 4 % der Unternehmenskredite sind in eine Junior-Tranche und eine Senior-Tranche gesplittet worden und weitere 4 % sind als neue First-out-/Second-out-Tranche strukturiert worden (vgl. zu den einzelnen Tranchen Kapitel 4.4). Bei 17 % aller Unternehmenskredite wurde eine Aufteilung in mehr als zwei Tranchen vorgenommen.

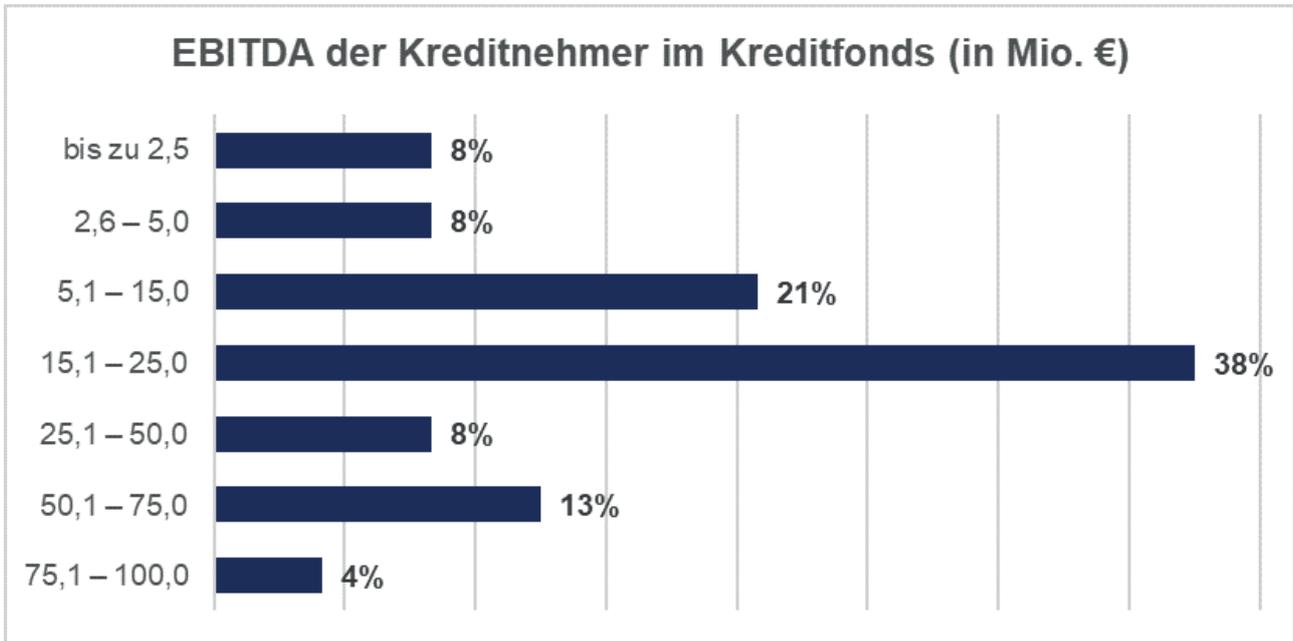


Weitere wesentliche Kreditvertragsbestandteile sind die vorzeitige Kündigung und die Rechtsprechung. Nur wenige Kreditfonds (4 %) bestehen auf die Einhaltung der Kreditlaufzeit und lehnen generell eine vorzeitige Kündigung bzw. Rückzahlung des Kredites ab. Die überwiegende, große Mehrheit von rund 92 % akzeptiert hingegen eine Kündigung durch den Kreditnehmer gegen eine Vorfälligkeitsentschädigung. Somit verhält sich die Mehrheit der Kreditfonds bei einer vorzeitigen Kündigung im Wesentlichen wie eine kreditgebende Bank. Nur 4 % aller Fonds würden auch ohne Kosten eine vorzeitige Kündigung jederzeit zulassen.

Bei der Rechtsprechung unterwerfen sich 42 % aller in Deutschland aktiven Kreditfonds der deutschen Gerichtsbarkeit. 33 % haben die englische Rechtsprechung als Vertragsgrundlage und für 4 % gilt französisches Recht. Rund 21 % aller Kreditfonds kann sich aber flexibel der jeweiligen Rechtsprechung des Sitzlandes des Unternehmens anpassen. Dies stimmt mit dem Ergebnis im Kapitel 5 überein, dass die Mehrzahl der Kredite individuell mit dem Kreditnehmer vereinbart wird, und so auch die Rechtsordnung individuell vereinbart werden kann.

### 6.3 Teil III – Fragen zum Kreditnehmer

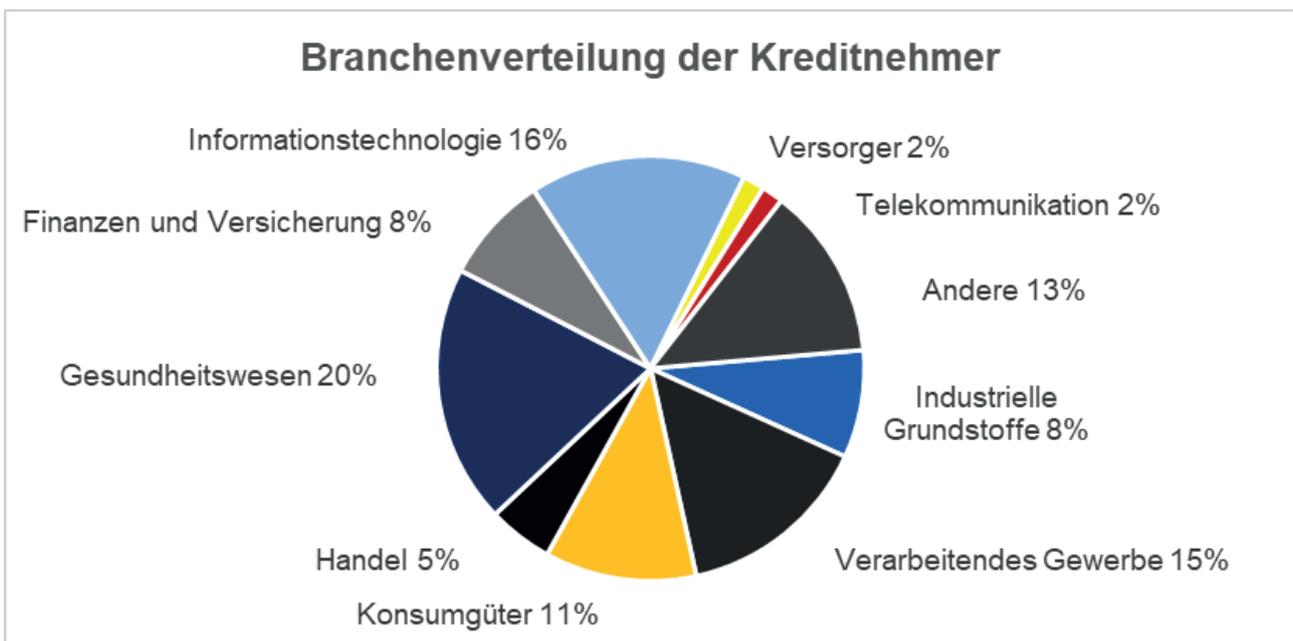
Die meisten Unternehmen (38 %), die von Kreditfonds finanziert werden, liegen in einer EBITDA-Bandbreite zwischen 15 Mio. und 25 Mio. Euro. Rund 21 % liegen zwischen 5 Mio. und 15 Mio. Euro, sodass beide Bereiche zusammen für rund 59 % aller Kreditnehmer stehen. Auch die EBITDA-Bandbreite von 50 Mio. bis 75 Mio. Euro sticht mit rund 13 % Anteil heraus. Hingegen wird es bei den größeren Unternehmen die über 75 Mio. Euro EBITDA erwirtschaften dünner; nur rund 4 % aller Kreditnehmer, die Kreditfonds finanzieren, liegen über dieser Schwelle. Dafür sind Kreditfonds bei den EBITDA-Größen bis 5 Mio. Euro noch wesentlich aktiver. Rund 16 % der Kreditnehmer lagen laut der befragten Kreditfonds in dieser Bandbreite, wobei sich die Unternehmen gleichmäßig auf die Bereiche bis 2,5 Mio. Euro und zwischen 2,5 Mio. und 5,0 Mio. Euro verteilen. Rund 80 % aller Kreditnehmer, die Kreditfonds finanzieren, liegen innerhalb einer EBITDA-Bandbreite von 5 Mio. bis 75 Mio. Euro und damit im Bereich des klassischen deutschen Mittelstands.



Finanziert wird in erster Linie die GmbH. Rund 71 % der Kreditfonds gaben dieser Kapitalgesellschaft Kredit. Am zweithäufigsten werden von den Fonds „Andere“ Rechtsformen finanziert (50 %). Hierunter werden ausländische Rechtsformen wie plc., ltd. oder andere angel-sächsische oder französische Ausprägungen zusammengefasst, aber auch die deutsche Stille Gesellschaft (& Co., & Cie) oder die deutsche Aktiengesellschaft. Angesichts der oben dargestellten EBITDA-Bandbreiten dürfte aber die Anzahl der deutschen Aktiengesellschaften sehr gering sein. An dritter Stelle steht die in Deutschland am meisten genutzte Rechtsform, die GmbH & Co. KG (42 %). Andere Personengesellschaften kommen nur auf einen Anteil von 8 %.

Dies mag vor allem an der persönlichen, unbeschränkten Haftung der Eigentümer bei einer Personengesellschaft liegen, die bei der GmbH & Co. KG durch den GmbH-Komplementär ausgeschlossen ist. Dadurch ist die Bonitätsprüfung für den Kreditfonds einfacher.

Hierbei werden vollkommen unterschiedliche Branchen finanziert.

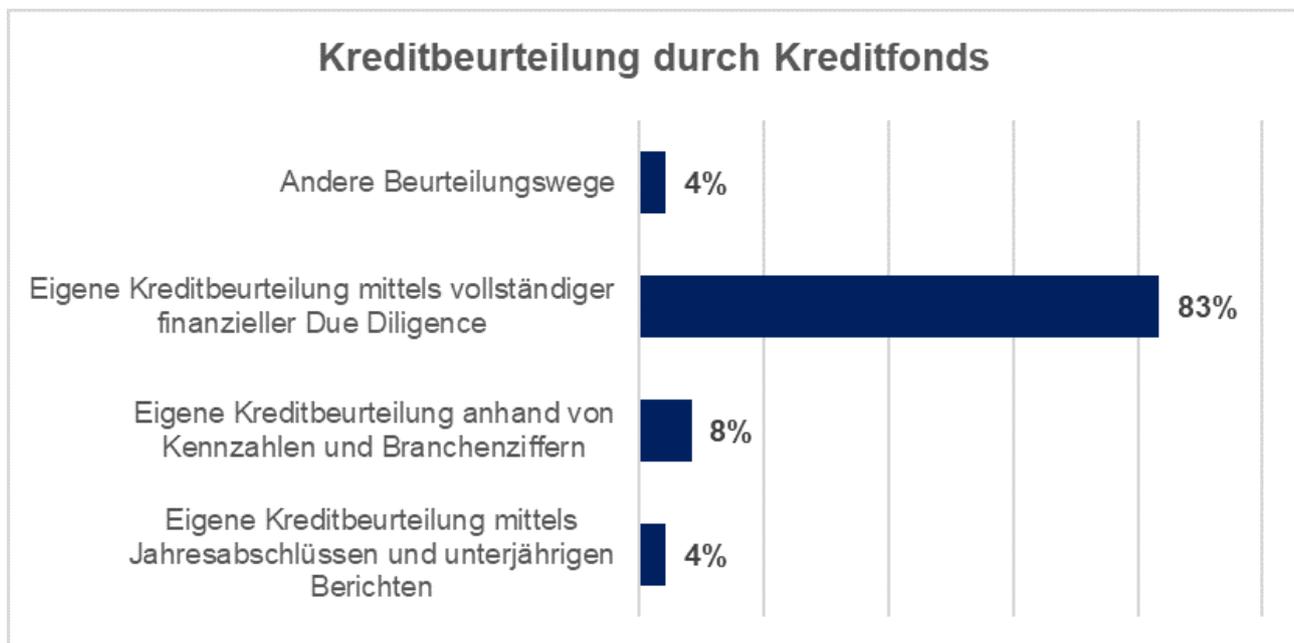


Die häufigste Branche mit rund 20 % ist das Gesundheitswesen, gefolgt von der Informationstechnologie mit 16 % und dem verarbeitenden Gewerbe mit 15 %. Alle drei Branchen zusammen machen alleine über 50 % der Kreditnehmer der Kreditfonds aus. Noch zweistellig ist der Anteil der Konsumgüter mit rund 11 %. Alle weiteren Branchen sind nur noch einstellig vertreten, sodass das Portfolio der finanzierten Unternehmen in den Kreditfonds breit nach Branchen gestreut ist.

Auch die regionale Verteilung der Engagements ist gut diversifiziert. So lässt sich zwar innerhalb Deutschlands in den Industrie- und Wirtschaftsregionen im Westen und Süden eine leichte Häufung von Kreditvergaben feststellen, welches aber auch aufgrund der Bevölkerungszahl nicht als Klumpenrisiko interpretiert werden kann. Rund 29 % der Kreditfonds sind in den nördlichen Bundesländern aktiv, im Westen rund 58 %, im Osten 38 %, in der Mitte gut 50 % und im Süden rund 67 %. Das stärkere Engagement im Süden und Westen lässt sich auch mit der wirtschaftlichen Struktur der einzelnen Bundesländer begründen. In Österreich sind zusätzlich rund 29 % der Kreditfonds engagiert und in der Schweiz sind rund 33 % aktiv. Auch andere Regionen außer der DACH-Region werden von den Kreditfonds bearbeitet; rund 54 % der Kreditfonds, die ihren Schwerpunkt in Deutschland haben, sind auch außerhalb der DACH-Region mit Krediten engagiert.

Die Kreditfonds bevorzugen in erster Linie am Markt etablierte Unternehmen. Nur 4 % aller Unternehmen sind zwischen 2 und 5 Jahre alt, rund 13 % sind zwischen 5 und 10 Jahre alt und 83 % aller von Kreditfonds finanzierten Unternehmen sind älter als 10 Jahre. Kein einziges Unternehmen unter 2 Jahre wurden von einem befragten Kreditfonds finanziert, hingegen machen Unternehmen die über eine „Historie“ verfügen, also älter als 5 Jahre sind, und damit auch für einen klassischen Bankkredit infrage kommen würden, rund 96 % aus.

Die Kreditbeurteilung der Fonds sieht hingegen anders aus, als die der Hausbank. Rund 83 % der Kreditfonds geben an, eine vollständige, finanzielle Risikoprüfung des Kreditnehmers (Due Diligence) durchzuführen, was angesichts der Durchschnittsgröße der Unternehmen zumindest im Bankenbereich eher ungewöhnlich ist. Rund 8 % bewerten die Bonität anhand von Kennzahlen und Branchenziffern und 4 % anhand von Jahresabschlüssen und unterjähriger Berichterstattung. Letzteres entspricht der Bonitätsprüfung einer klassischen Hausbank, die gerade bei kleineren Unternehmen mit EBITDA bis 10 Mio. Euro keine komplette Risikoprüfung durchführen würde.



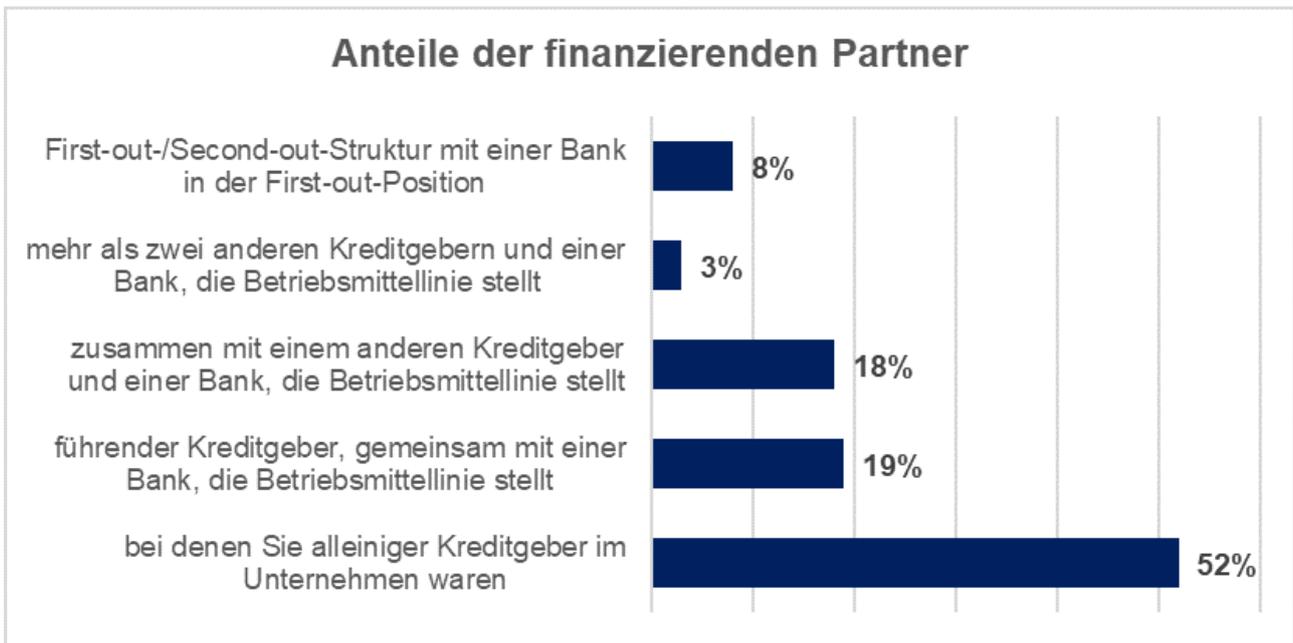
Auch bei der Erstellung der Zukunftsprognose für das Unternehmen bzw. dessen Geschäftsmodell gehen die Kreditfonds andere Wege. Zwar werden viele Planungen der Unternehmen durch die Fonds auf Plausibilität geprüft (54 %), jedoch erstellen die meisten Kreditfonds noch eine eigenständige Geschäftsplanung für die einzelnen Unternehmen, um das Kreditengagement zu prüfen (79 %).

Alternativ werden auch hauseigene Markteinschätzungen von vielen Kreditfonds verwendet, also keine individuelle Unternehmensplanung, sondern branchenspezifische Einschätzungen (38 %).

Externer Sachverstand wird in Form von Markteinschätzungen von Beratern (46 %) oder von Gutachtern (42 %), die wiederum individuell für das kreditnehmende Unternehmen eine detaillierte Geschäftsplanung aufstellen, in Anspruch genommen. Insgesamt überwiegt die Erstellung einer Zukunftsprognose durch Dritte (Fondsmanager oder externe) und gibt damit ein ähnliches Bild ab, wie die Bonitätsbewertung, deren Schwerpunkt auf einer kompletten Risikoprüfung lag. Damit ist die Analyse der Kreditfähigkeit des einzelnen Unternehmens beim Kreditfonds deutlich intensiver als bei vielen vergleichbaren Engagements einer Bank.



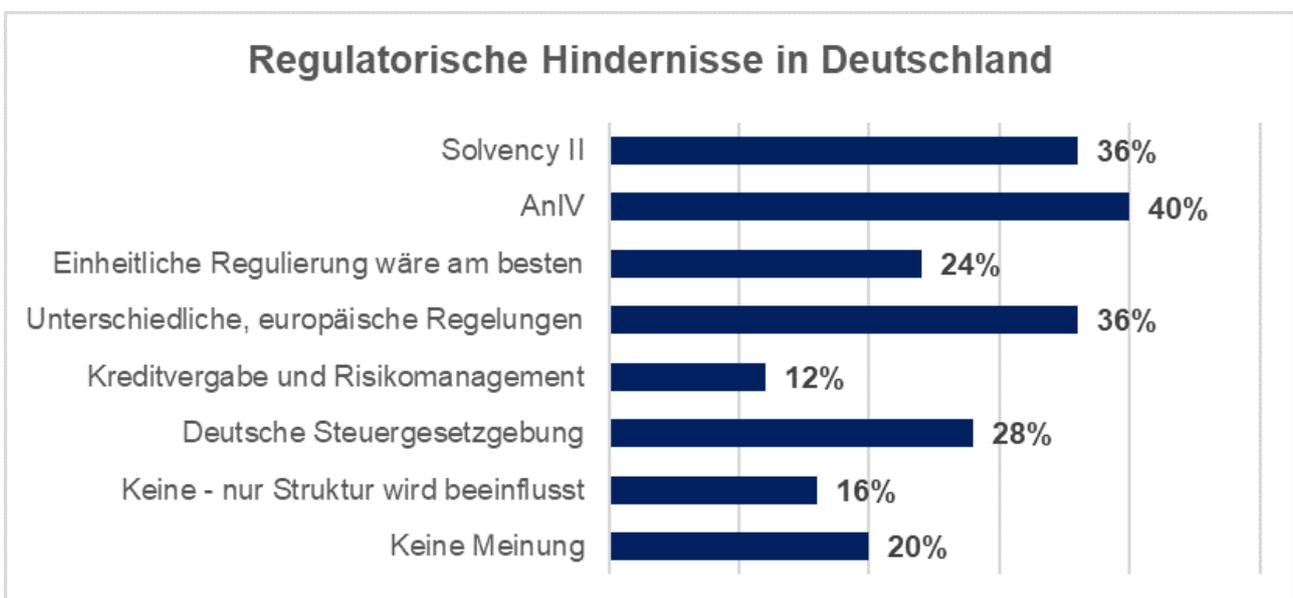
Dies ist auch wichtig für die Kreditfonds, da über die Hälfte (52 %) der Engagements alleine durchgeführt werden, ohne dass es einen weiteren Kreditgeber, der dann eine weitere (eigene) Kreditprüfung durchführen könnte, gibt. In 19 % der Fälle gibt es zwar eine Bank, die eine Betriebsmittellinie bereitstellt, allerdings liegt die Führung des Kreditengagements in den Händen des Kreditfonds. Damit obliegt dem Kreditfonds in 71 % der Fälle die Verantwortung für den Kredit. In 21 % der Fälle ist ein weiterer (18 %) oder gar mehr als ein weiterer (3 %) Kreditfonds an dem Kreditengagement beteiligt. Rund 8 % aller Finanzierungen werden über eine First-out-/Second-out-Struktur abgewickelt, bei der zumeist eine Bank einen kleineren, vorrangigen Super-Senior-Kreditteil entweder alleine innehat oder sich die Senior Struktur mit dem Kreditfonds teilt. Hierbei bedeutet Super-Senior-Tranche eine vorrangige, voll besicherte Tranche mit einer Verschuldung von maximal dem 1,5-fachen des EBITDA, wogegen eine „normale“ Senior-Tranche eine Verschuldung bis zum 3,5-fachen beinhalten kann (vgl. Kapitel 4.4.5).



Die intensive Kreditprüfung und die daraus resultierende gute Auswahl von Kreditrisiken verdeutlichen auch die abgefragten Kennzahlen der Kreditfonds. Bei nur rund 2,8 % der Kredite in den Kreditfonds mussten die Grenzen für die Gläubigerschutzklauseln während der Kreditlaufzeit neu gesetzt werden, da abzusehen war, dass die Unternehmen diese zukünftig reißen werden. Bei rund 4,8 % aller Kredite in den betrachteten Kreditfonds war ein Waiver nötig, da die Klauseln bereits gebrochen wurden. Durchschnittlich rund 0,85 % aller Kredite waren durch einen Verlust bedroht oder es hat sich bereits ein Verlust ereignet. Die eigentliche Ausfallrate selbst lag bei nur 0,42 %. Allerdings sind diese Kennzahlen mit Vorsicht zu genießen, da die betrachtete Stichprobe, aufgrund der wenigen in Deutschland aktiven Kreditfonds, sehr gering ist und damit eine Berechnung solcher Kennzahlen für die komplette Branche schwierig ist.

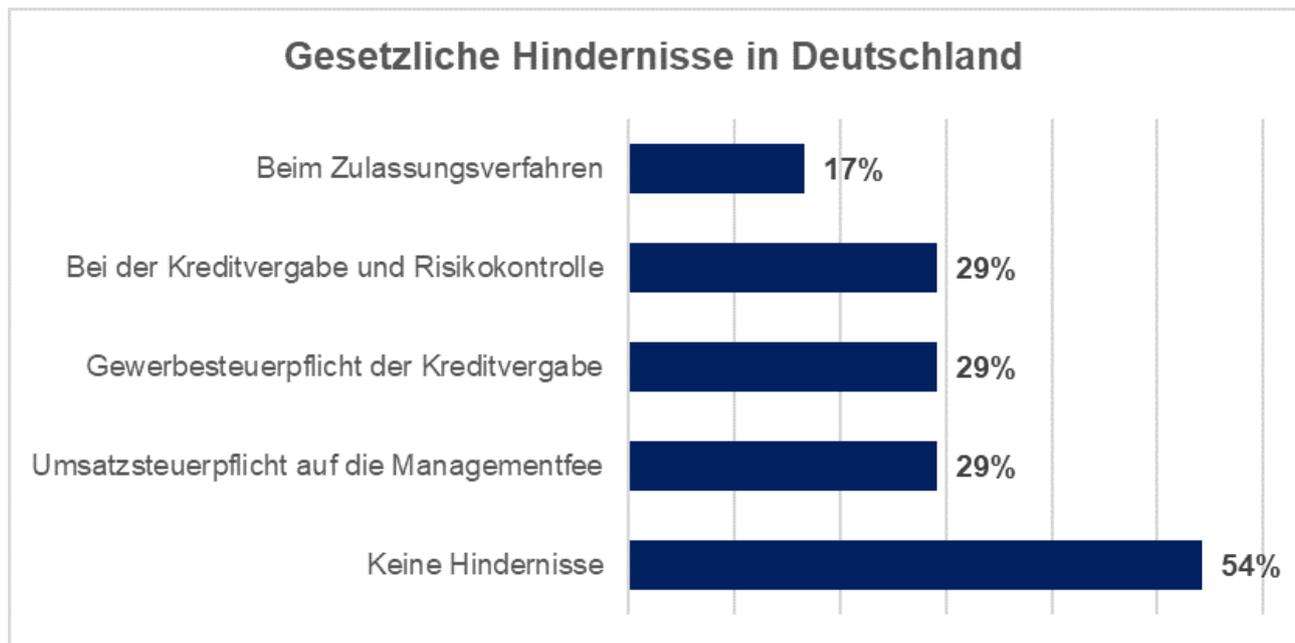
#### 6.4 Teil IV – Fragen zur Verbesserung der Kreditfonds in Deutschland

Die Mehrheit der befragten Kreditfonds sehen in der in Deutschland geltenden Regulierung in Gestalt von Solvency II und Anlageverordnung (AnIV) durchaus ein Hindernis. Allerdings gaben auch rund 24 % der Kreditfonds an, dass eine einheitliche Regelung in Deutschland – also nur eine Regulierung für alle Investoren – die Situation verbessern würde.



Ein Großteil kritisiert auch die unterschiedlichen europäischen Vorgaben. Nur 12 % gaben an, dass die deutsche Regulierung ihnen die Kreditvergabe und das Risikomanagement erschweren würden. 16 % sehen kein Hindernis in der deutschen Regulierung und fast 20 % haben dazu keine Meinung. Immerhin nannten 26 % die deutsche Steuergesetzgebung als hinderlich für die Entfaltung von Kreditfonds in Deutschland an.

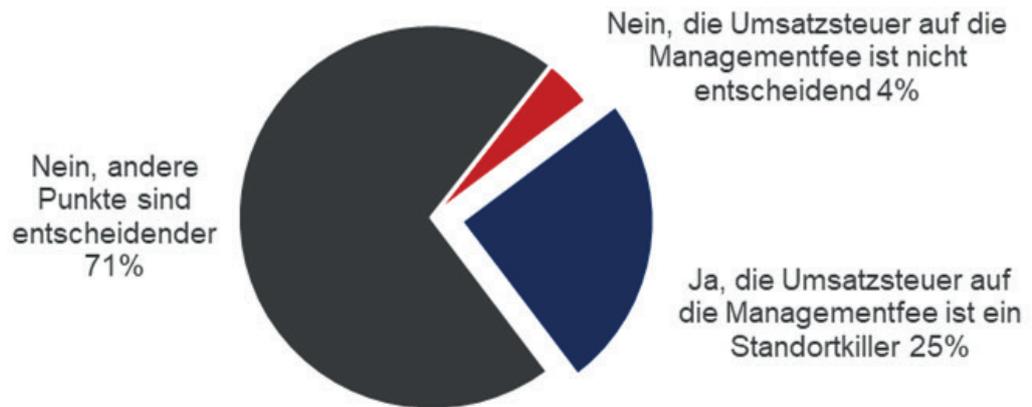
Neben den regulatorischen Hindernissen sehen je 29 % der befragten Kreditfonds-Manager gesetzliche Hindernisse in Deutschland, so z. B. bei der Kreditvergabe und Risikokontrolle, bei der Gewerbesteuerpflicht der Kreditvergabe und bei der Umsatzsteuerpflicht auf die Managementfee.



17 % sehen im Zulassungsverfahren des Kreditfonds in den gesetzlichen Vorgaben ein Hindernis. Die große Mehrheit (54 %) hingegen sieht mit deutlichem Abstand in den gesetzlichen Vorschriften in Deutschland kein Hindernis zur Gründung eines Kreditfonds.

Obwohl 29 % der befragten Unternehmen angaben, die Umsatzsteuerpflicht auf die Managementfee sei ein gesetzliches Hindernis zur Gründung von Kreditfonds in Deutschland, sehen fast 75 % der Teilnehmer keine Veränderung bei einer Abschaffung dieser für den Wettbewerbsstandort. Fast 71 % sind der Ansicht, dass andere Punkte in Deutschland wichtiger wären, als die Abschaffung der Managementfee und 4 % sehen die Abschaffung nicht als entscheidend an, um das Angebot an Kreditfonds in Deutschland signifikant zu erhöhen.

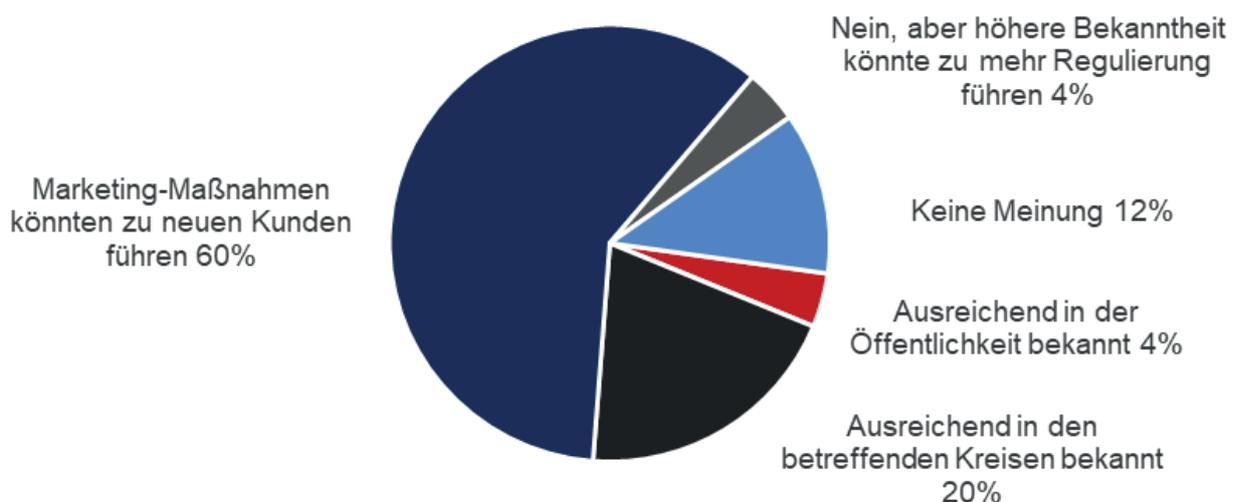
### Absatzsteigerung durch Abschaffung der Umsatzsteuer auf die Managementfee?



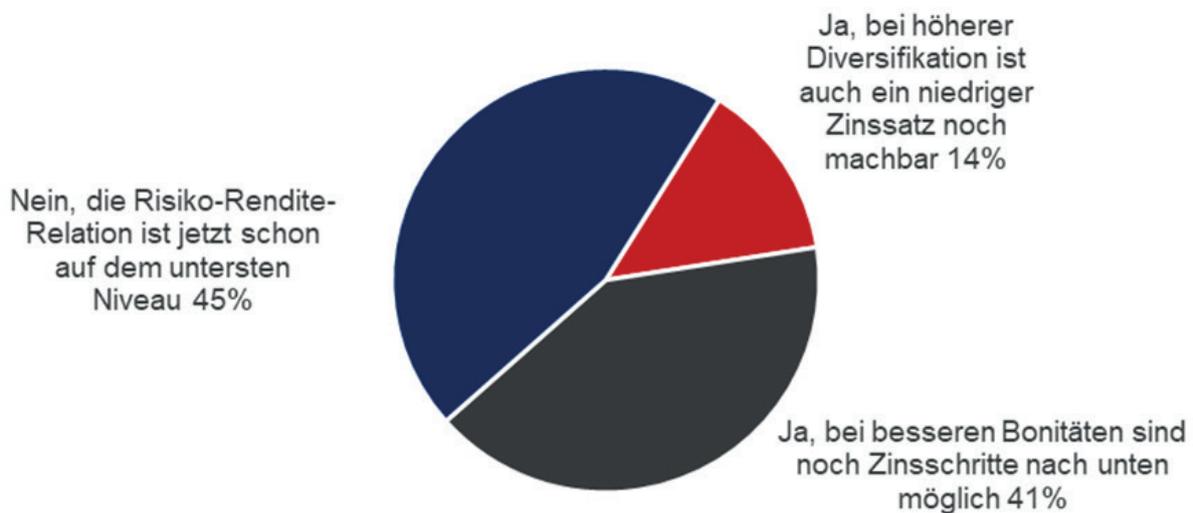
Nur 25 % halten diesen Schritt für wichtig. Darunter dürften jene Kreditfonds sein, die ihren Sitz in Deutschland haben und nicht wie die meisten Kreditfonds in Luxemburg.

Als wesentlich zweckdienlicher betrachten 60 % der befragten Fonds-Manager Marketingmaßnahmen zur Steigerung der Bekanntheit von Kreditfonds in Deutschland. Rund 20 % aller Fonds-Manager sind der Ansicht, dass die wesentlichen Akteure der Branche ausreichende Kenntnis über das Produkt Kreditfonds besitzen. 4 % der Kreditfonds-Manager sind der Meinung, dass ihr Produkt zwar nicht ausreichend bekannt ist, dass aber eine höhere Bekanntheit auch zu einer stärkeren Regulierung führen könnte, sodass diese Gruppe gegenüber weiteren Marketingmaßnahmen eher skeptisch eingestellt ist. Ein nicht unwesentlicher Anteil von 12 % der Manager hat hierzu keine Meinung.

### Sind Kreditfonds ausreichend bekannt?



### Weiter fallender Marktzinssatz noch darstellbar?



Bei den Zukunftsaussichten für die Kreditfonds ergibt sich in Bezug auf die Möglichkeit weiter fallender Marktzinssätze ein geteiltes Bild. Rund 45 % der Teilnehmer sind der Ansicht, dass bei weiter fallenden Zinssätzen am Kreditmarkt die Kreditfonds hierdurch ihre Konkurrenzfähigkeit verlieren werden, da das bisherige Risiko-Rendite-Verhältnis jetzt schon auf dem niedrigsten Niveau angekommen ist. 14 % sehen sich in der Lage, durch eine höhere Diversifikation innerhalb des Kreditfonds das Risiko weiter senken zu können, um so auch einen weiter fallenden Marktzins noch auffangen zu können. Für 41 % der Kreditfonds sind hingegen die Bonitäten entscheidend, denn bei weiter fallenden Marktzinsen können Kreditfonds nur noch bei besseren Bonitäten der Kreditnehmer im Markt verbleiben.

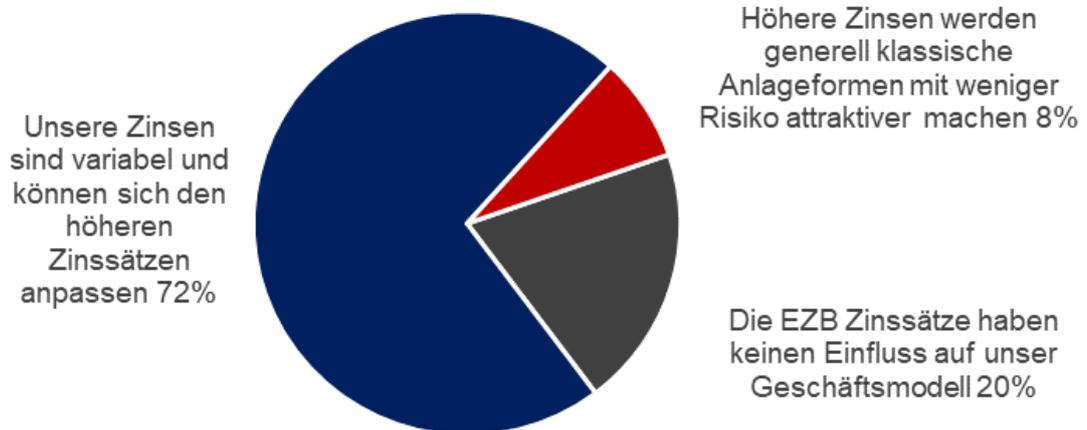
Somit sehen mehr als die Hälfte (55 %) der Kreditfonds-Manager die Möglichkeit auch bei weiter sinkendem Marktzinnsniveau am Markt aktiv zu bleiben.

Wesentlich eindeutiger ist hingegen die Antwort auf den Einfluss weiter steigender EZB-Zinssätze und damit letztendlich auch weiter steigender Zinssätze am Kreditmarkt.<sup>91</sup>

Nahezu drei Viertel aller Teilnehmer (72 %) könnten sich weiter steigenden Zinssätzen anpassen, da in ihren Verträgen ein variabler Zinssatz vereinbart wurde. Daher sind für 20 % der Kreditfonds-Manager die EZB-Zinssätze und die Entscheidungen der EZB hierzu auch ohne Einfluss auf ihr Geschäftsmodell. 8 % sind hingegen kritischer, da ansteigende EZB-Zinssätze zwar nicht unbedingt einen Einfluss auf die Marge des Kreditfonds haben, aber andere konkurrierende Anlageformen, wie z. B. die Anleihe, attraktiver machen. Investoren könnten so ihre Gelder aus den Kreditfonds heraus und wieder vermehrt in Staats- oder Unternehmensanleihen investieren. Das würde dann auch letztendlich einen Einfluss auf das zukünftige Geschäft der Kreditfonds haben.

<sup>91</sup> EZB-Zinssätze haben einen indirekten Einfluss auf die Interbankenmarktzinssätze EURIBOR und LIBOR, denn Banken haben neben der Verschuldung bei anderen Banken auch immer die Möglichkeit sich bei der jeweiligen Zentralbank zu finanzieren.

### Einfluss steigender EZB-Zinssätze



Bei der Frage nach der langfristigen Konkurrenzsituation gegenüber dem Bankkredit ergab sich ein uneinheitliches Bild.

### Können Kreditfonds Bankkredite langfristig schlagen?



Rund ein Drittel der Teilnehmer sind der Ansicht, dass langfristig die Kreditfonds den Bankkredit als erstes Kreditprodukt verdrängen können, also der Kreditfonds-Markt eine Entwicklung nehmen wird, wie in den USA. 17 % sehen hingegen in Zukunft die höheren Zinssätze der Kreditfonds nach wie vor als Problem, um Marktanteile zu gewinnen.

Denn da Banken oft die Kreditvergabe intern „subventionieren“ können, da sie die eigentlichen Kosten nicht eins zu eins diesem Produkt zuordnen, bleiben die Kosten der Kreditfonds in der Regel höher. Für 13 % sind nicht die Kosten der entscheidende Faktor, der höhere Zinssätze bei den Kreditfonds verursacht, sondern die höheren Risiken, die Kreditfonds im Gegensatz zu den Banken eingehen. Diese müssten auch höher bepreist werden und führen demnach immer zu höheren Zinssätzen. Dieser Aussage können 46 % der Manager in abgewandelter Form zustimmen. Denn wichtiger als die Bonität der Kreditnehmer ist die Finanzierungssituation, in der die Kreditnehmer stecken und die einen wesentlichen höheren Anteil am Gesamtrisiko ausmacht als bei einem Standardkredit.

Hier liegt die Stärke der Kreditfonds. Die Frage bleibt hingegen, wie groß dieser Bereich ist.

Denn rund 8 % gaben an, dass Kreditfonds ein Nischenprodukt bleiben werden, da sie keinen Vorteil beim Standardkredit gegenüber einer Bank besitzen. Die besondere Finanzierungssituation ist demnach für diese 8 % eher weniger stark ausgeprägt.

## 6.5 Ergebnisse aus den geführten Interviews

Um die Ergebnisse der Studie zu überprüfen, wurden im Anschluss an die Umfrage mit Kreditfonds-Managern, die an der Umfrage teilgenommen haben, Interviews geführt. Hierbei wurden vermeintliche Inkonsistenzen zum Marktüberblick überprüft, vor allem hinsichtlich der angegebenen Renditen, Volumen und Laufzeiten der Kredite und zudem versucht, den Unterschied zwischen dem deutschen Markt und dem gesamteuropäischen Markt deutlicher herauszuarbeiten, sofern überhaupt einer vorhanden ist. Über 30 % der Kreditfonds-Manager, die an der Umfrage teilgenommen haben, haben sich für ein weitergehendes Interview zur Verfügung gestellt. Die Bandbreite dieser Kreditfonds-Manager stellt zudem eine gute Stichprobe aus dem Umfang der Teilnehmer der Umfrage dar, da alle wesentlichen unterschiedlichen Fondsfokussierungen/-strategien vertreten sind.<sup>92</sup>

### Teil I – Nachfragen zum Kreditfonds

Die Umfrage ergab, dass rund 30 % aller Kreditfonds in Deutschland ein Volumen unter 250 Mio. Euro haben. Diese kleineren Fonds sind laut Interviewpartner oft spezialisierte Fonds, die im Bereich Sondersituationen oder zahlungsgestörte bzw. notleidende Kredite aktiv sind, oder von Asset Managern aufgelegt werden, die noch neu am Markt für Unternehmenskredite sind. Diese neuen Fonds werden aber von erfahrenen Managern aufgelegt, die jeweils in einem ähnlichen Segment bisher tätig waren. Da Sondersituationen bzw. zahlungsgestörte Kredite eine besondere, intensive Betreuung verlangen, sind derzeit in diesen Fonds nur wenige Unternehmenskredite vereint, um eine optimale und enge Begleitung des Kreditengagements zu gewährleisten. Diese Fonds sind fast ausschließlich in Deutschland oder in der DACH-Region<sup>93</sup> investiert. Die anderen kleineren Fonds sind hingegen in ganz Europa, teilweise auch weltweit investiert, sodass der Anteil in Deutschland nur bis zu 20 % betragen kann.

Eine weitere Gruppe der Interviewpartner verwaltet Kreditfonds mit Volumina im Milliardenbereich. Diese großen Fonds sind ausnahmslos in Unternehmenskredite der 1. Kategorie (vgl. zur Einteilung Kapitel 2.2.2: klassischer Unternehmenskredit) engagiert und weder bei den Sondersituationen, noch im Bereich ausfallgefährdeter Kreditengagements involviert. Diese großen Volumina werden auch nur zum Teil in Deutschland bzw. in der DACH-Region investiert. Der deutsche Anteil beträgt hier in der Regel zwischen 10 % und 30 %. Die restlichen Anteile werden in Europa, vorwiegend in Großbritannien, Frankreich, Benelux und Skandinavien investiert.

Die dritte Gruppe der Interviewpartner liegt zwischen 250 Mio. Euro und 1.000 Mio. Euro Volumen. Innerhalb dieser Gruppe befinden sich sowohl Dachfonds als auch Direct Lending Fonds. Auch in dieser Größenordnung werden die Gelder nicht mehr ausschließlich oder vorwiegend in Deutschland investiert, sondern es findet bereits eine regionale Diversifikation statt, sodass der Anteil für Deutschland bzw. die DACH-Region zwischen 20 % und 35 % liegt, je nachdem wo interessante Kreditopportunitäten gefunden werden. Dies ist oft, aufgrund der besonderen wirtschaftlichen Entwicklung in den letzten Jahren, in Deutschland der Fall.

Unter den befragten Kreditfonds befand sich weder ein Mezzanine, noch ein Venture Debt Fonds. Die angestrebte Barrendite, in der Umfrage als DM3-Rendite abgefragt, wird von den Kreditfondsmanagern im Wesentlichen bestätigt. Die Mehrzahl der abgefragten Renditen liegt in einer Bandbreite zwischen 7 % und 10 %, mit einem Schwerpunkt bei 8 %. Einige wenige Interviewpartner liegen zum Teil deutlich darüber. Dies sind aber dementsprechend auch risikoreichere Engagements aus dem Bereich Sondersituationen oder Restrukturierung (zahlungsgestörte Kredite), die Renditen über 14 % bzw. noch deutlich mehr anbieten können (z.B. mittels PIK-Krediten).

<sup>92</sup> Den Interviewpartner wurde sowohl Anonymität als auch Vertraulichkeit zugesichert, so dass in dieser Studie keine weiteren Angaben zu den Firmen, Managern oder den Kreditfonds gemacht werden.

<sup>93</sup> Als DACH-Region werden die Länder Deutschland, Österreich und Schweiz bezeichnet, abgeleitet von deren Auto-Nationalitätenkennzeichen D – A – CH.

Allerdings hängen diese Renditen dann auch von zusätzlichen Gewinnbeteiligungen ab, die nicht zwingend kommen müssen.

Eine andere Strategie zur Erhöhung der Rendite ist der Kauf von Krediten am Sekundärmarkt, die zu deutlichen Abschlägen übernommen und mittels einer höheren Rückzahlung – meist aber immer noch unter par – diese hohen Renditen erreichen können. Diese Sekundärmarktkredite haben in der Regel eine Laufzeit von maximal 3 Jahren, sodass eine über dem Kaufpreis liegende Rückzahlung des Kredites auf diese kurze Laufzeit eine entsprechend hohe (DM3-) Rendite ergibt. Weitere Strategien zur Erreichung hoher Kreditfonds-Renditen ist die Beimischung von Junior-Tranchen in das Portfolio oder die Bereitstellung eines Fondsanteils, der selbst Kredite zwecks Hebelung der Investition aufgenommen hat. Die oben aufgeführten renditesteigernden Strategien machen aber nur einen geringen Teil des gesamten Kreditfonds aus.

Die Unitranchen erbringen auch im deutschen Markt zum Zeitpunkt der Interviews bis zu 7,5 % Rendite ohne Berücksichtigung der Upfront-Fees. Die Upfront-Fees (Strukturierungsgebühren), die in der Regel in die Berechnung der DM3-Renditen einfließen, liegen in einer Bandbreite von 1 % bis 4 %, bei einigen spezialisierten Fonds sogar bis zu 7 %. Einen deutlichen Schwerpunkt haben die Gebühren bei 3 %. Durch die Berücksichtigung der Strukturierungsgebühren und eventueller Bereitstellungsgebühren bei der DM3-Rendite erreichen die Kreditfonds, je nach Beimischungsanteil von Junior-Tranchen, eine Gesamrendite von bis zu 9 %, bei kurzfristigen Opportunitäten am Sekundärmarkt mit kurzen Restlaufzeiten, auch bis zu 10 %. Selbst Senior-Tranchen werden derzeit von Kreditfonds mit einer Bandbreite von 5,75 % bis 7,50 % + Euribor- oder Libor-Basiszins vergeben. Die Umfrage und die Interviews können daher nicht bestätigen, dass die Verzinsung in Deutschland bei der Senior-Tranche deutlich niedriger ist als in anderen vergleichbaren Ländern in Europa. Dies hängt aber letztendlich auch von der Bonität des Kreditnehmers ab. Die angegebenen Renditen im Marktüberblick und die Ergebnisse der Umfrage im Bereich der Kreditfonds-Renditen werden demnach bestätigt.

Die Dachfonds haben statt einer Strukturierungsgebühr, die nur beim kreditgebenden Fonds auftritt, in der Regel eine Performance-Fee, die nach Erreichen einer vereinbarten Mindestverzinsung, den Gewinn in einem festgelegten Verhältnis auf Investor und Fonds verteilen. Auch diese Performance-Fee fließt in die Berechnung der Durchschnittsrendite ein, sodass die Kreditfonds-Renditen bei Dachfonds bei 6 % bis 8 % liegen.

Die Renditen werden trotz einer Vorliebe der Kreditfondsmanager für Senior-Tranchen und Unitranchen erreicht. Alle befragten Manager legen mehrheitlich mindestens 75 % ihrer Gelder in Senior-Tranchen oder Unitranchen bzw. Stretched-Senior-Tranchen an. Durch die Beimischung von Junior-Tranchen, Sekundärmarktopportunitäten oder, wesentlich seltener, Mezzanine-Tranchen werden die oben angegebenen Renditen erreicht, ohne das Risikoprofil zu stark zu belasten. Alle Manager legen Wert darauf, dass man nicht rein der Rendite wegen ins Risiko einer Junior-Tranche oder Mezzanine-Tranche geht, sondern nur äußerst selektiv bei guten Adressen einen Nachrang akzeptiert, wenn man am Senior Kredit entweder ganz oder teilweise beteiligt ist. Insofern wird auch die Umfrage hinsichtlich der Tranchen-Anteile innerhalb der Kreditfonds bestätigt.

## **Teil II – Nachfragen zum Unternehmenskredit**

Die Größe der einzelnen Unternehmenskredite steht im Zusammenhang mit dem Volumen des einzelnen Fonds. So liegen die Kredithöhen der Fonds unterhalb 250 Mio. Euro in einer Bandbreite zwischen 2,5 Mio. Euro und 15 Mio. Euro. In einigen Fällen auch bis zu 20 Mio. Euro. Bei den Fonds bis 3 Mrd. Euro Volumen liegt die Bandbreite der Unternehmenskredithöhen zwischen 25 Mio. Euro und 100 Mio. Euro. Bei den Kreditfonds jenseits von 3 Mrd. Euro Fondsvolumen werden Kredite erst ab einer Höhe von 100 Mio. Euro vergeben. Auch diese Nachfragen bestätigen die Umfrageergebnisse.

Die vertraglich vereinbarten Laufzeiten spiegeln ebenfalls das Bild der Umfrage wieder. Ein großer Teil der befragten Manager gaben als Laufzeit für einen Kreditvertrag zwischen 5 bis 7 Jahre an. Einige wenige haben auch geringere Laufzeiten in ihrem Fonds; dies sind aber dann keine selbst strukturierten Senior-Tranchen, sondern Restrukturierungen, Sondersituationen oder Sekundärmarkttransaktionen, die in ihren Laufzeiten Bandbreiten zwischen 1 und 3 Jahre aufweisen. Der Schwerpunkt der Laufzeiten lag in den Interviews allerdings bei 5 Jahren und nicht wie in der Umfrage bei 7 Jahren.

Allerdings bestätigten alle Kreditfondsmanager, dass in der Regel die vertraglichen Laufzeiten kaum eingehalten werden, sondern die durchschnittliche Laufzeit der Engagements bei nur 3 Jahren liegt. Hierbei können die meisten Kreditnehmer nach drei Jahren in der Regel ohne eine Vorfälligkeitsentschädigung kündigen.

Beim Finanzierungsgrund überwiegen bei den Fonds die Übernahmefinanzierung und die Wachstumsfinanzierung. In wenigen Fällen wurden Rekapitalisierungen, Liquiditätsengpässe, notleidende Kredit- oder Sondersituationen als Finanzierungszweck genannt. Diese Domäne der Kreditfonds, die auch in der Umfrage zum Vorschein kam, wird somit ebenfalls durch die Interviews bestätigt.

### **Teil III – Nachfragen zum Kreditnehmer**

Bei den EBITDA-Größen der Kreditnehmer ergibt sich ein ähnliches Bild wie in der Umfrage. Die Bandbreite innerhalb der Interviews geht von einem negativen EBITDA (bei notleidenden Krediten) bis zu 80 Mio. Euro hoch. Hierbei liegt der Schwerpunkt deutlich im Bereich 5 Mio. bis 25 Mio. Euro und damit in den beiden Intervallen der Umfrage, die zusammen für fast 60 % aller finanzierten Unternehmen stehen. Auch der Ausreißer im Intervall 50 Mio. bis 75 Mio. Euro konnte bestätigt werden, was angesichts des Interview-Anteils der großen Kreditfonds nicht weiter verwundert.

Das Verhältnis zur Bank als Partner wird kritisch gesehen. Die meisten Interviewpartner bevorzugen ein alleiniges Engagement, räumen aber ein, dass oft die Hausbank eine revolvingende Kreditlinie oder ein Betriebsmittelkredit bereitgestellt hat. Kein Kreditfonds lässt sich jedoch dadurch bei der Besicherung benachteiligen; wenn die Bank aktiv bleibt, so sind beide Kreditgeber pari passu. Die meisten Interviewpartner benutzen daher auch keine First-out-/Second-out-Struktur, aber diejenigen, die solche Strukturen eingehen, nutzen diese auch häufiger. Die Kreditfonds haben in dieser Struktur das Heft in der Hand und können jederzeit wieder die volle Kontrolle über das gesamte Kreditengagement übernehmen. Der in der Umfrage ausgewiesene Anteil für den deutschen Markt scheint daher ein realistischer Wert zu sein, nur auf einige, wenige Kreditfonds beschränkt, die diese Struktur dafür umso intensiver anwenden. Nur die Restrukturierungsfonds lehnen die Beteiligung einer Bank ab, bzw. sind in der Regel, aufgrund der „Flucht der Bank“ aus dem notleidenden Engagement, alleiniger Kreditgeber. Auch diese Antworten der Interviewpartner bestätigen die Umfrage.

Bei den Gläubigerschutzklauseln bzw. beim Bruch dieser Klauseln gab es hingegen Abweichungen zur Umfrage. So empfanden viele Manager den Anteil der Waiver-Brüche als zu hoch, gaben jedoch an, dass die Kreditfonds, durch die enge Begleitung der Unternehmen, auch frühzeitig auf Probleme bei der Einhaltung der Finanzvorgaben reagieren, und es so nicht erst zu einem Waiver kommen lassen. Die meisten Kreditfonds haben bis dato auch noch keinen echten Default gehabt und begründen dies in erster Linie mit der guten Konjunktur und dem niedrigen Zinsniveau. Ein genauer Überblick über die tatsächlichen Kennzahlen der Branche lässt sich so weder aus der Umfrage, noch aus den Interviews ableiten. Die Aussagen hierzu bleiben vage. Tatsächliche Kreditausfälle sind aber wohl rar gesät (sehr deutlich unter 1 %) und führen nicht zu signifikanten Verlusten für den gesamten Kreditfonds.

### **Teil IV – Nachfragen zur Verbesserung der Kreditfonds (Regulatorik und Gesetze)**

Im Bereich der Regulatorik konnten die Ergebnisse der Umfrage, bei der (unter anderem) Solvency II von rund 36 % der Asset Manager als Hindernis gesehen wird, nicht eindeutig geklärt bzw. erklärt werden. Einige Interviewpartner gaben an, dass das Durchschau-Prinzip ein hoher, bürokratischer Aufwand für den Kreditfonds sei. Gerade für Dachfonds ist dieses Prinzip unhandliche in der Anwendung, da sie eine weitere Zwischenstation darstellen („Stille Post“- Problem). Zwar erscheint es nachvollziehbar, dass die Weiterleitung der vorhandenen Informationen an die Investoren mehr Aufwand bedeutet als die einmalige Eingruppierung nach der Anlageverordnung. Da aber die Kreditfonds von ihren Kreditnehmern sowieso regelmäßige Berichterstattungen erwarten, dürfte der Mehraufwand für den Fonds überschaubar sein. Die meisten Manager machten hierzu keine weiteren Angaben, sodass auch die Interviews nicht klären konnten, warum von mehr als einem Drittel der Asset Managern Solvency II als Hindernis gesehen wird.

Von europäisch oder international agierenden Kreditfonds wurden auch die unterschiedlichen, nationalen Investorenregulierungen bemängelt, jedoch haben die Asset-Manager sich auf diese – zwangsläufig – eingestellt. Ein hoher bürokratischer Aufwand wird aber dennoch kritisiert. Diese Antworten stimmen mit der Umfrage wieder überein.

Bei den gesetzlichen Hindernissen wurden die Ergebnisse der Umfrage ebenfalls bestätigt. Die Mehrzahl sehen in Deutschland keine gesetzlichen Hindernisse für die Kreditfonds. Einige der Teilnehmer bemängeln die fehlende Möglichkeit zur aktiven Vermarktung der Kreditfonds, aber keiner sieht die Besteuerung oder andere gesetzliche Regelungen als unüberwindbares Hindernis an. Jedoch geben alle an, dass Kreditfonds in Luxemburg in der Regel schneller zugelassen werden. Nur ein Fonds bemängelt, dass inzwischen aufgrund des großen Andrangs in Luxemburg die Zulassungszeiten signifikant länger geworden sind. Die Tatsache, dass alle großen Kreditfondsanbieter sowieso schon in Luxemburg ansässig sind, wird als Hauptgrund für einen zukünftigen Fondssitz in Luxemburg angegeben, unabhängig von der Möglichkeit in Deutschland seinen Sitz zu nehmen. Zudem ist Luxemburg auch international als Fondsstandort bekannt, sodass wenig Bereitschaft besteht in Deutschland den Sitz eines Kreditfonds anzulegen, der europäisch oder gar international investiert. Nur für kleine Kreditfonds können die deutschen Regelungen – je nach Ausgestaltung – attraktiver sein als in Luxemburg, sodass sich hier vielleicht zukünftig eine Möglichkeit für mehr Kreditfondssitze in Deutschland eröffnen könnte. Da ein Sitz in Luxemburg aber von den meisten deutschen Investoren, im Gegensatz zu anderen Destinationen wie Cayman, Kanalinseln oder Delaware, akzeptiert wird, sehen wenig Asset-Manager den Bedarf, zukünftig Kreditfonds mit deutschem Sitz aufzulegen.

Hinsichtlich der zukünftigen Stellung der Kreditfonds gegenüber der Bankfinanzierung sind die Antworten der Interviewpartner den Ergebnissen der Umfrage in weiten Teilen ähnlich. Denn alle Interviewpartner sehen im Kreditbereich bei besonderen Finanzierungssituationen die Kreditfonds gegenüber den Banken im Vorteil. So können gerade große Übernahmen eher durch einen einzelnen Kreditfonds, und damit mit nur einem Partner geschultert werden, anstatt mehrere Banken zu involvieren (Clubdeal, Syndizierung). Und auch im Bereich der Restrukturierung sind die Kreditfonds durch ihre Spezialisierung im Vorteil. Skeptisch waren die Interviewpartner hingegen bei der Aussage, ob Kreditfonds Banken auch beim Standardkredit verdrängen werden können. Viele sehen die Dominanz von Sparkassen und Genossenschaftsbanken im kleinen und mittleren Mittelstand als zu groß an, sodass zukünftig die Kreditfonds keinen hohen Marktanteil erreichen werden. Eine Entwicklung wie in den USA wurde demnach von keinem der Interviewpartner gesehen.

Ein Teilnehmer gab zudem an, dass die Verdrängung der Bank aus dem Investment-Grade-Bereich im Standardkreditgeschäft auch nicht im Interesse der Fonds sei. Denn die Standardkredite werden derzeit vorwiegend im A-Bereich vergeben und hier sind die Zinsen für die Fonds zu niedrig. Hingegen ist der B-Bereich (Sub-Investment-Grade) für die Kreditfonds wesentlich attraktiver, da hier den Investoren gute Renditen angeboten werden können und die Margen der Fonds auch höher sind. Die Kreditfonds werden demnach nicht in den Sub-Investment-Grade-Bereich durch die Banken gedrängt, sondern suchen sich bewusst diese Risiken aus, da hier die Rendite-Risiko-Relation besser ist als im Investment-Grade-Bereich. Der Investment-Grade-Bereich wird nach dieser Darstellung den Banken von den Kreditfonds „überlassen“ und wurde von den Banken also nicht „verteidigt“. Ein mehr als interessanter Wechsel der Perspektive.

In diesem Teil konnten die Interviews die offenen Fragen gerade im Bereich Regulatorik nicht abschließend klären, einige Ergebnisse der Umfrage aber dennoch bestätigen. Insgesamt können die Umfrageergebnisse aber als realistische Darstellung des deutschen Marktes angesehen werden.

## **6.6 Zusammenfassung der Umfrageergebnisse und Interviewantworten**

Die Kreditfonds wählen bevorzugt Luxemburg als Standort, weil sie hier eine bekannte und einfache Regulatorik vorfinden und vor allem weil die Manager immer schon für europäische Fonds diesen Standort gewählt haben. Da auch die deutschen Investoren mit einem Luxemburger Fonds keine Probleme haben – im Gegensatz zu einem Fonds auf den Cayman oder in Delaware – sehen die Fondsmanager mehrheitlich auch keinen Grund einen Sitz in Deutschland anzustreben.

Bei der Organisation des Kreditfonds werden zwar externe Dienstleister für einige Tätigkeiten beauftragt, aber alle Tätigkeiten rund um die Kreditvergabe und Kreditüberwachung verbleiben in der Hand der Fonds. Die Kredite werden vom Fonds direkt an die Kreditnehmer vergeben und die Investoren beteiligen sich auch, ohne den Umweg über die Verbriefung, direkt am Kreditfonds.

Die Fonds investieren mehrheitlich in Senior-Tranchen und Unitranchen und mischen nur wenige Anteile von Junior-Tranchen oder Sekundärmarkttransaktionen zur Verbesserung der Rendite bei. Dennoch kommen die Kreditfonds bei der angestrebten Rendite im Schnitt auf Werte zwischen 7 % und 10 %. Dies hängt aber auch damit zusammen, dass oft nur Teile des Fonds in Deutschland investiert werden und damit auch Kreditzinssätze aus anderen Ländern mit in die Kreditfondsrenditen einfließen. Eine deutliche Abweichung zwischen deutschen Zinssätzen und europäischen Zinssätzen ließ sich so in der Breite nicht feststellen.

Die Höhe der einzelnen Unternehmenskredite haben ihren Schwerpunkt in einer Bandbreite zwischen 25 Mio. und 75 Mio. Euro. Sie sind in mehr als 71 % der Fälle endfällig. Ein Großteil der Zinssätze liegt in einem Bereich zwischen 7 % und 9 %; rund ein Viertel der Kredite ist mit Zinssätzen zwischen 9 % und 12 % belegt, sodass die angestrebte Rendite des Kreditfonds durch diese Mischung erreicht werden kann. Da die Mehrzahl der Kredite auf einem Basiszinssatz plus einer Marge oder einem Margengitter basieren, wird im Falle einer Zinserhöhung durch die Zentralbank die Zinszahlung automatisch angepasst. Die Laufzeiten der Kredite liegen mehrheitlich zwischen 5 und 7 Jahren. Ein Teil der Laufzeiten liegt aber auch unterhalb von 3 Jahren und kommt in erster Linie aus Sekundärmarkttransaktionen mit kurzen Restlaufzeiten oder aus Restrukturierungskrediten zustande. Bei den Kreditverträgen achten die Kreditfonds auf mehrere Gläubigerschutzklauseln, vor allem auf den Verschuldungsgrad. Diese Schutzklauseln werden in der Regel monatlich überprüft und das Engagement so eng vom Fonds überwacht. Eine vorzeitige Kündigung des Vertrages ist in der Mehrzahl der Fälle möglich, aber meist nur mit Vorfälligkeitsentschädigung. In der Regel verzichten aber die Kreditfonds nach den ersten drei Jahren auf diese Art der Entschädigung. Die meisten Kredite werden als Senior-Tranche ausgereicht, gefolgt von der Unitranche.

Die Kreditnehmer selbst liegen mehrheitlich in einer EBITDA-Bandbreite zwischen 5 Mio. und 25 Mio. Euro. Die Streuung um diesen Wert ist allerdings relativ groß. Auch bei den Branchen der Kreditnehmer lässt sich kein eindeutiger Schwerpunkt identifizieren, ebenso wenig wie bei der regionalen Verteilung innerhalb Deutschlands. Die Kreditfonds sind somit breit diversifiziert. Es werden vorwiegend Unternehmen, die deutlich älter als zehn Jahre sind, finanziert und zumeist in der Form einer GmbH oder als GmbH & Co. KG. Klassische Personengesellschaften (Komplementär haftet unbeschränkt) werden kaum finanziert. Die Kreditnehmer müssen in der Regel eine komplette Risikoprüfung durchführen lassen, um vom Kreditfonds ein Darlehen zu erhalten. Denn diese stellen den Kredit mehrheitlich alleine zur Verfügung bzw. nur pari passu zu weiteren Bankfinanzierungen. Dies sind auch die Gründe für die sehr niedrigen Ausfallraten innerhalb der Kreditfonds und für die geringe Zahl an Anpassungen der Kreditvertragsklauseln nach einem Bruch (Waiver).

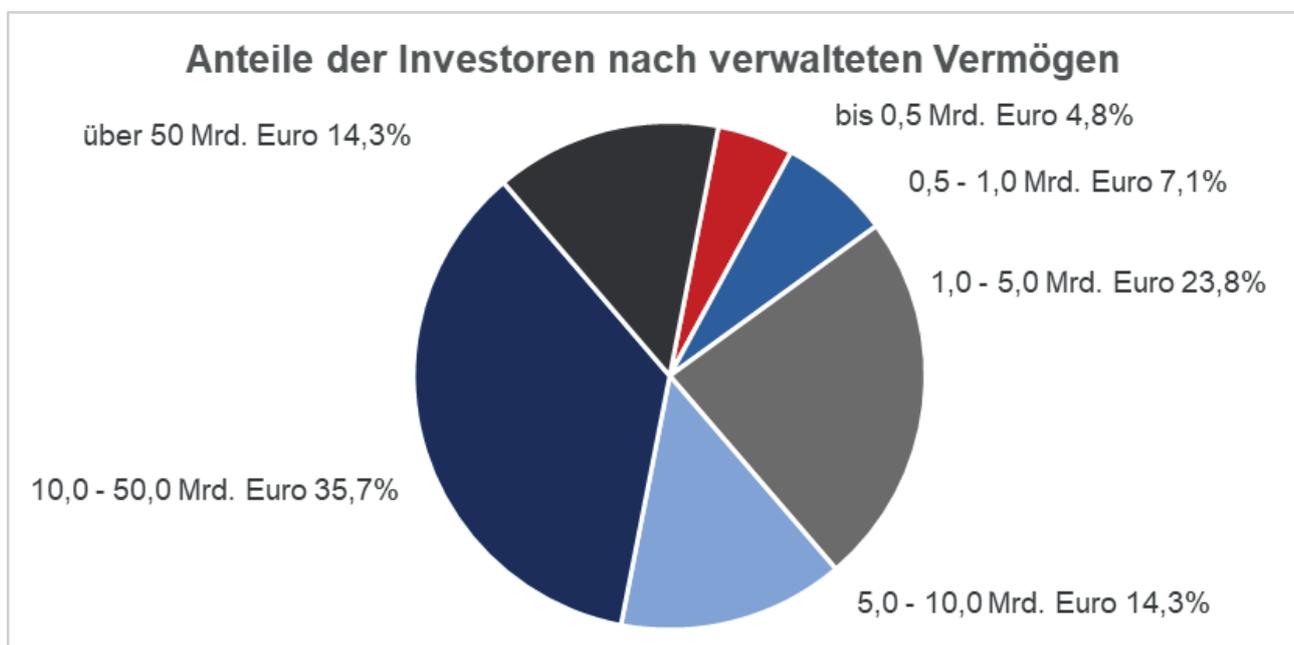
Im Bereich der Regulatorik kritisieren viele Kreditfonds-Manager den Aufwand, der das Durchschau-Prinzip nach Solvency II erfordert. Zwar sehen die meisten in der deutschen Gesetzgebung inzwischen kein Hindernis mehr, aber dennoch bleibt die Mehrzahl der Fondsmanager auch zukünftig am derzeitigen Standort Luxemburg. Einer EZB-Leitzinserhöhung sehen die meisten Kreditfonds entspannt entgegen, da ihre Kreditverträge zumeist einen Basiszinssatz wie den Euribor beinhalten, der sich automatisch anpasst. Im Verhältnis zur Bank sehen zwar viele Kreditfonds-Manager noch eine Ausweitung des Marktanteils in der Unternehmensfinanzierung nach oben, aber nur in besonderen Finanzierungssituationen wie bei Übernahmen oder im Bereich der Wachstumsfinanzierungen. Die Dominanz der Sparkassen und Genossenschaft bei den kleinen und mittelgroßen Unternehmen im Bereich der Kreditvergabe lässt aber eine US-amerikanische Entwicklung des Marktanteils derzeit nicht zu.

## Kapitel 7: Umfrage unter den Investoren der Kreditfonds

Die Investorenumfrage wurde an rund 100 deutsche Investoren versandt, von denen bekannt ist, dass sie bereits in Unternehmenskredite über einen Kreditfonds in Deutschland investiert haben oder noch investiert sind. Bis zu 42 Investoren haben – je nach einzelner Frage – teilgenommen. Im Schnitt wurden die Fragen von mehr als 30 Investoren beantwortet. Die Umfrage gibt, angesichts des kleinen deutschen Marktes für Kreditfonds mit Schwerpunkt Unternehmenskredite, einen guten Überblick über den aktuellen Markt. Da zudem die Investoren über die komplette Bandbreite gestreut sind, lassen sich auch allgemeingültige Aussagen ableiten.

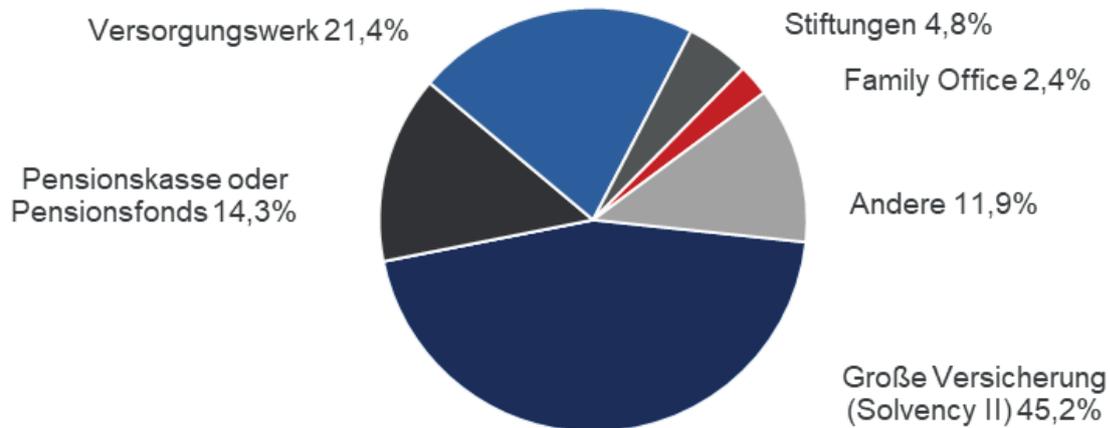
### 7.1 Teil I – Fragen zum Investor

Die Hälfte der befragten Investoren verwalten Vermögen jenseits von 10 Mrd. Euro. Knapp 12 % der Investoren liegt unterhalb von 1 Mrd. Euro. Zwei weitere Schwerpunkte liegen in den Bereichen 1 Mrd. bis 5 Mrd. Euro mit rund 24 % und zwischen 10 Mrd. bis 50 Mrd. Euro mit rund 36 %.



Der größte Teil der Investoren (45 %) wird nach Solvency II reguliert. Rund 36 % der Teilnehmer legen die Anlageverordnung zugrunde, hier in erster Linie Pensionskassen/-fonds und Versorgungswerke.

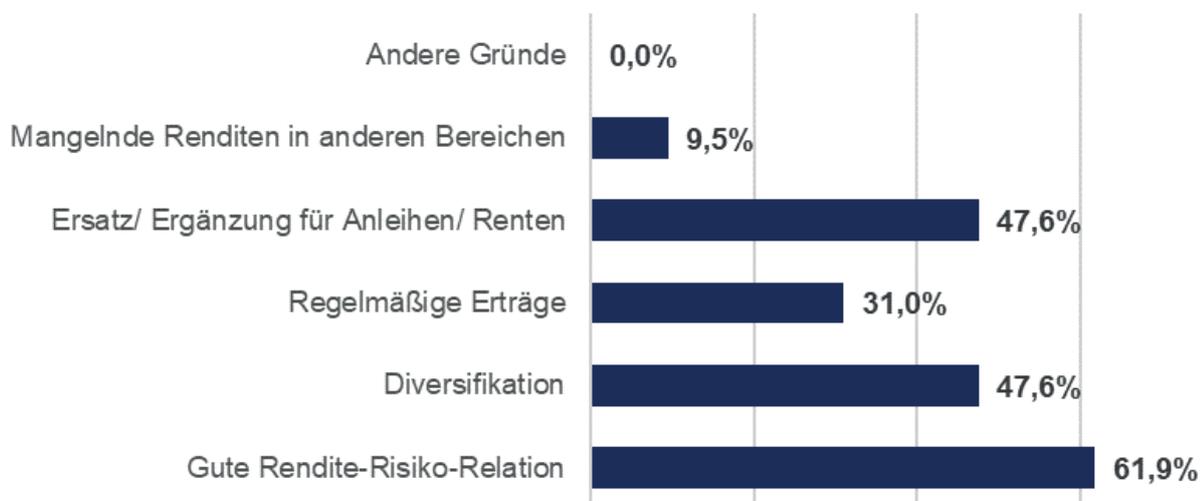
### Anteile der einzelnen Investorenkreise



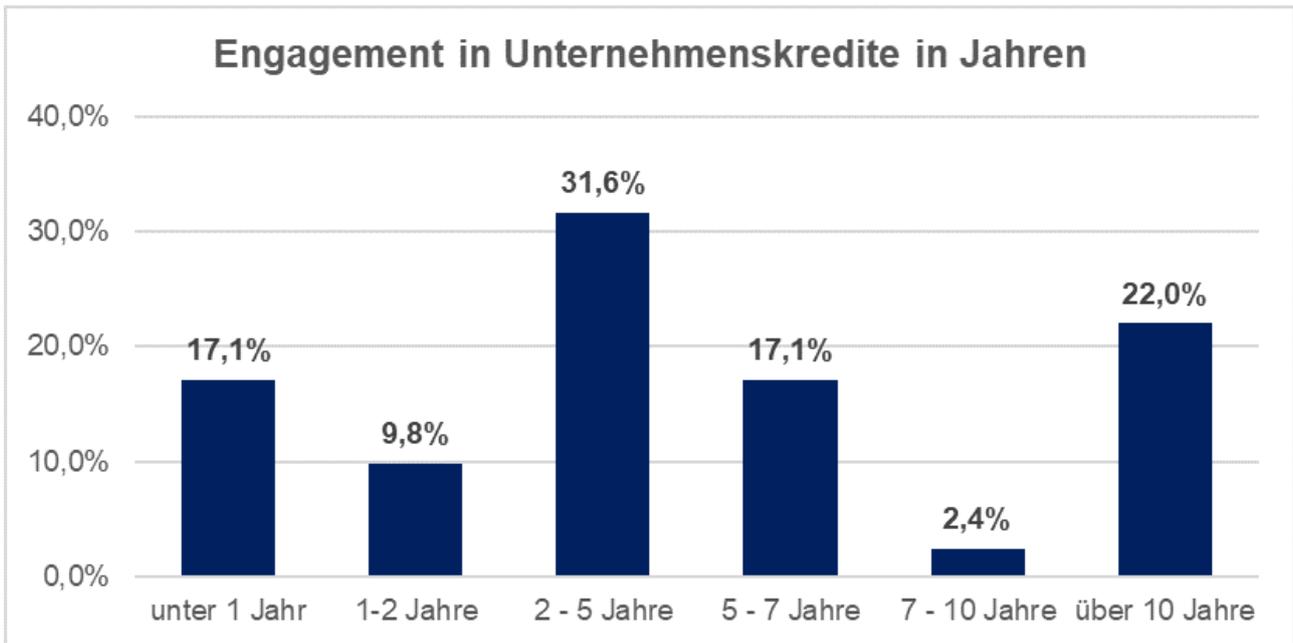
Die restlichen 19 % der befragten Investoren teilen sich in Stiftungen, Family Offices und „Anderer“ auf.

Als Hauptgrund für eine Investition in Unternehmenskreditfonds steht an erster Stelle mit rund 62 % Zustimmung die gute Rendite-Risiko-Relation. Die zweithäufigste Zustimmung erhielt zum einen die Aussage, dass Kreditfonds eine gute Diversifikation der Anlage eines Investors ermöglicht; hier konnten 48 % der befragten Teilnehmer zustimmen. Zum anderen sehen genauso viele Investoren die Anlage in Unternehmenskrediten auch als Ersatz für eine Anlage in Anleihen/Renten. Denn viele Investoren entscheiden sich für Unternehmenskredite, weil diese, ähnlich wie Anleihen/Renten, einen regelmäßigen Ertrag (Zinszahlung) über den investierten Zeitraum generieren. Rund 31 % der befragten Investoren stimmen ebenfalls dieser Aussage zu. An letzter Stelle werden mangelnde Renditen bei anderen Anlageformen benannt (10 %).

### Hauptgründe für Engagement in Unternehmenskrediten

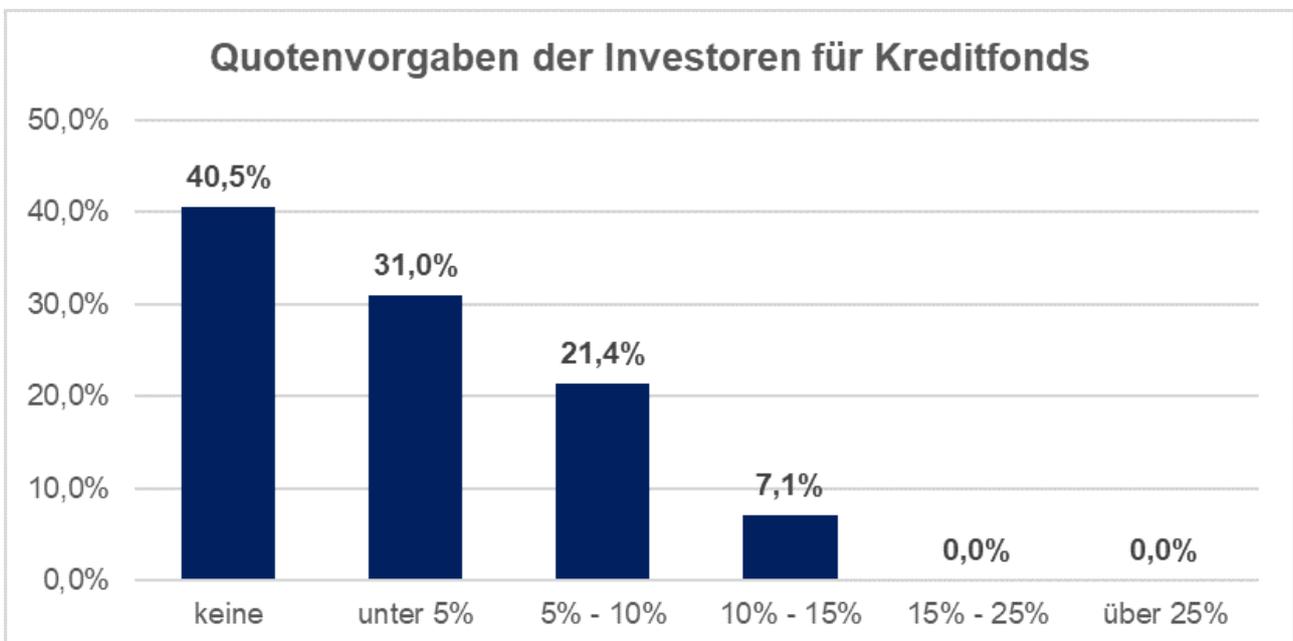


Die meisten Investoren sind schon länger in Unternehmenskrediten investiert. Nur 27 % der Investoren sind erst seit 2 Jahren aktiv. Die meisten (32 %) haben zwischen 2- 5 Jahre Erfahrung mit dieser Anlageklasse, gefolgt von Investoren (22 %), die bereits seit über 10 Jahren in dieser Klasse investiert sind.



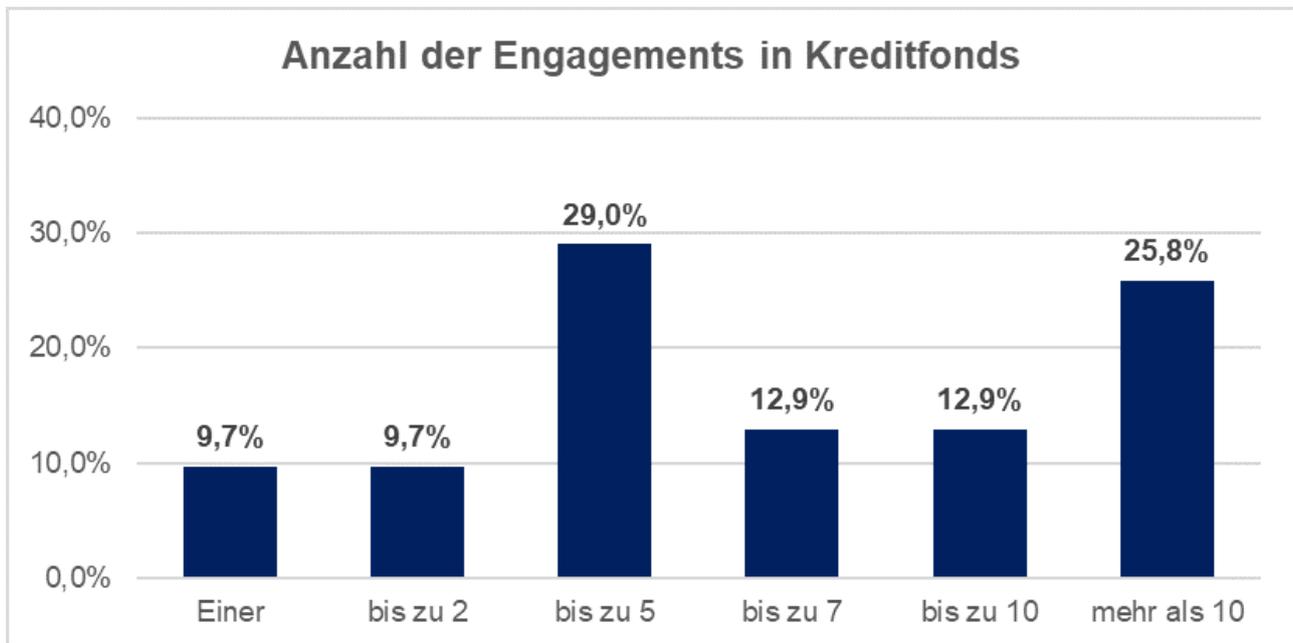
Zwischen 5 – 7 Jahren Erfahrung können rund 17 % der befragten Investoren mit Unternehmenskrediten vorweisen. Damit haben fast 41 % aller Umfrageteilnehmer mehr als 5 Jahre Erfahrung mit dieser Anlageklasse.

Die meisten Investoren besitzen keine Quotenvorgabe für eine Investition in die Anlageklasse Unternehmenskredite (41 %). Rund 31 % der Teilnehmer wollen unter 5 % ihrer Gelder in Kreditfonds investieren und über 21 % haben eine Zielgröße zwischen 5 % und 10 %. 7 % wollen sogar bis zu 15 % ihres verwalteten Vermögens in Unternehmenskreditfonds anlegen.

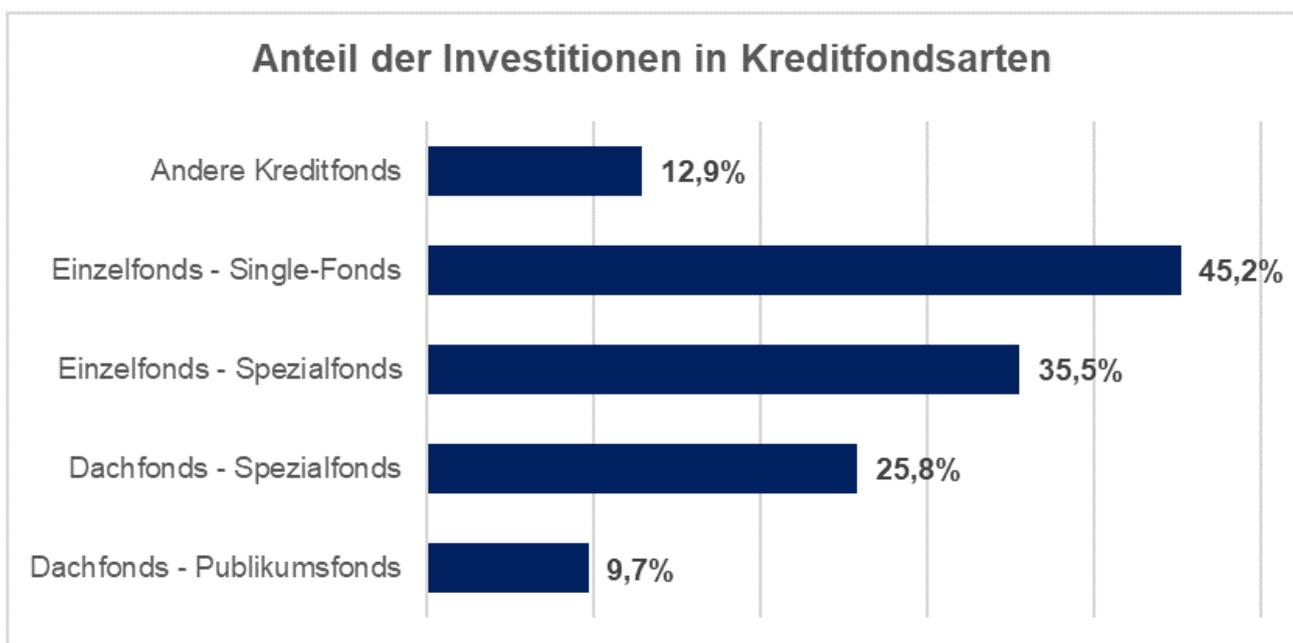


## 7.2 Teil II – Fragen zu den gewählten Kreditfonds der Investoren

Der Wunsch nach Diversifikation zeigt sich auch in der Anzahl der Kreditfonds, in die ein einzelner Investor investiert. Ein wesentlicher Teil (29 %) ist in bis zu 5 Kreditfonds investiert, rund 26 % der Teilnehmer sogar in mehr als 10 Kreditfonds. Immerhin sind aber auch fast 10 % in nur einen bzw. in nur zwei Kreditfonds engagiert. Die bedeutende Mehrzahl von über 80 % der Investoren hat aber mehr als 2 Kreditfondsenagements in den Büchern.

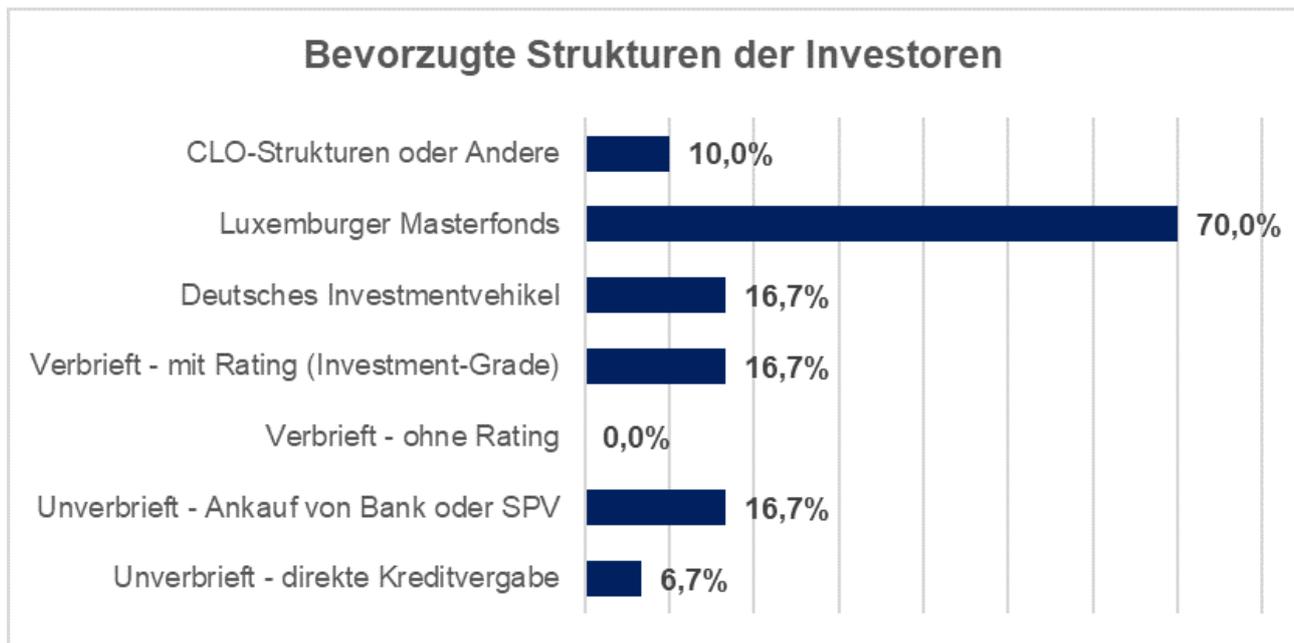


Hierbei bevorzugen die Investoren einzelne Kreditfonds, die in einzelne Unternehmenskredite (Direct Lending: Einzelfonds – Single-Fonds) investieren, mit rund 45 % Anteil, gefolgt von Kreditfonds als Spezialfonds mit einem Anteil von 36 %, die einen breiteren Anlagehorizont (z. B. auch CLO, Darlehen von Banken, andere verbrieftete Möglichkeiten etc.) aufweisen. Stark vertreten sind zudem Spezial-Dachfonds mit rund 26 % Anteil, die bei einem einzelnen Engagement eine hohe Diversifikation ermöglichen.



Auch Publikums-Dachfonds, also Dachfonds, die von Privatanlegern gezeichnet werden dürfen und daher jederzeit ihre Anteile wieder zurücknehmen müssen, werden von institutionellen Investoren nachgefragt (10 %). Allerdings ist das Interesse an den Publikums-Dachfonds weniger stark ausgeprägt als die Investition in andere Kreditfonds (13 %), die neben den abgefragten Varianten von den Investoren gezeichnet werden.

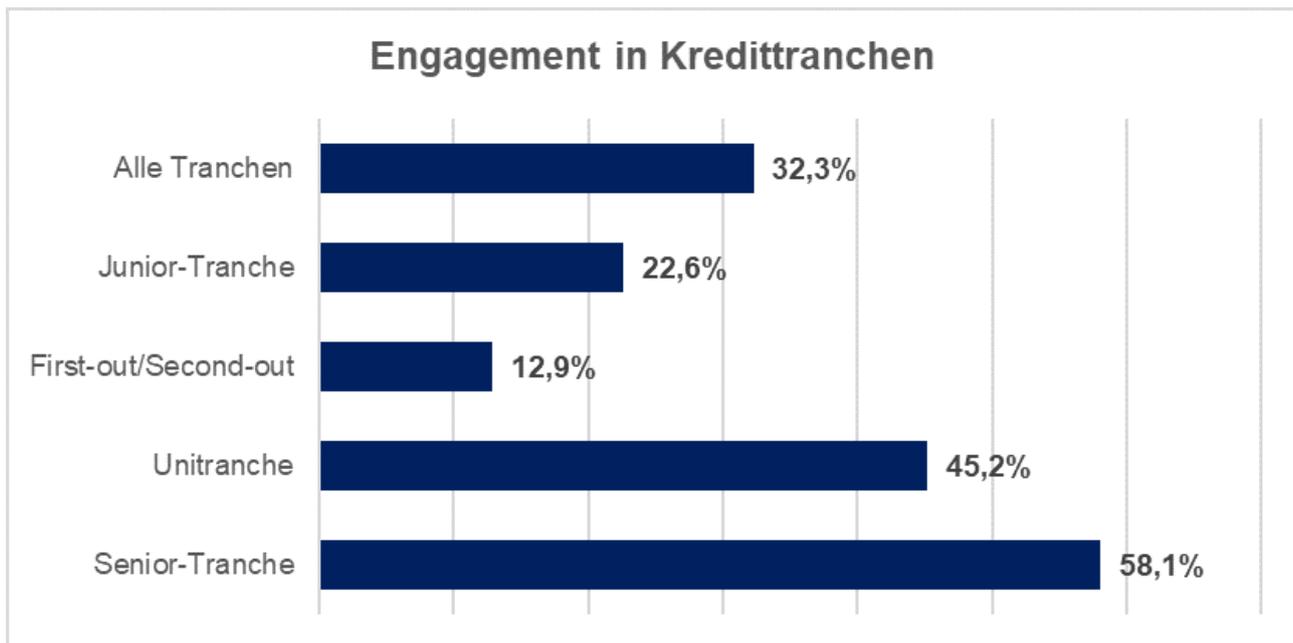
Dabei ist vor allem der Luxemburger Masterfonds als Struktur unter den Investoren sehr beliebt. Rund 70 % aller Teilnehmer bevorzugen in erster Linie diese Struktur, wogegen andere Formen wie das deutsche Investmentvehikel, verbriefte Darlehen mit Rating bzw. unverbrieft Darlehen, die von einer Bank oder einer Zweckgesellschaft (SPV) angekauft wurden, nur mit knapp 17 % Zustimmung belegt wurden.



Interessanterweise hat kein einziger Investor in dieser Umfrage ein Interesse an verbrieften Darlehen ohne Rating gehabt. Hingegen sind CLO-Strukturen oder „andere“ Kreditfonds-Formen mit 10 % noch wesentlicher begehrt als Kreditfonds, die unverbrieft, direkt Kredite vergeben (7 %).

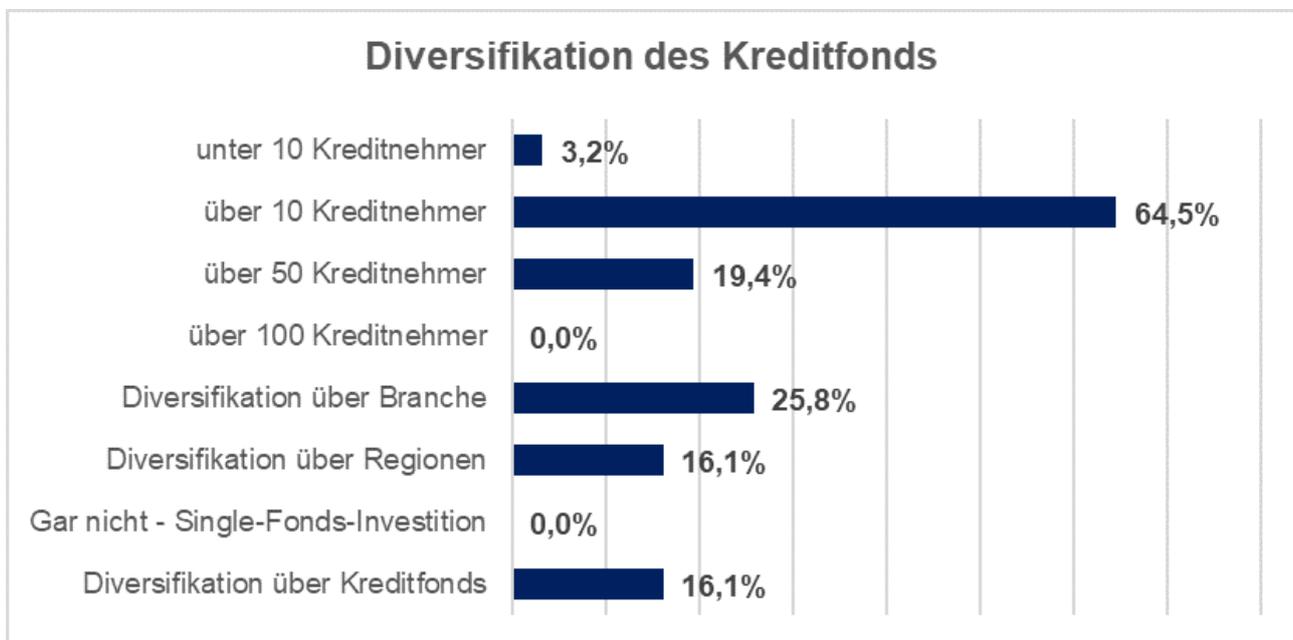
Eine sehr deutliche Mehrheit der Investoren von fast 87 % meiden dabei allerdings Kreditfonds, die selbst als Fonds Kredit aufnehmen, um über die Hebelwirkung eine höhere Rendite zu erreichen. Nur 13 % der Teilnehmer kann sich ein Engagement in einem „gehebelten“ Kreditfonds vorstellen. Dies zeigt die Risikoaversion der deutschen Investoren, die das Kreditrisiko nur auf dem Unternehmen akzeptieren aber nicht zusätzlich noch auf der Ebene des Fonds. Die meiste Zustimmung bei den Kredittranchen erfährt daher die besicherte Senior-Tranche mit einem Anteil von 58 %.

An zweiter Stelle folgt, die ebenfalls zumindest zum größten Teil besicherte, Unitranche mit einer Zustimmung von 45 %, die zwar ein etwas höheres Risiko durch eine höhere Verschuldung beinhaltet, dafür aber eine wesentlich bessere Rendite als die reine Senior-Tranche bietet. Zählt man die neue First-out-/Second-out-Tranche mit zu den Unitranchen, wobei hier in der Regel der Kreditfonds zumindest zunächst nachrangig besichert ist, so kommt die Unitranche und ihre Sonderform auf dieselbe Zustimmung wie die Senior-Tranche von rund 58 %. In nachrangige Junior-Tranchen sind fast 22 % der Teilnehmer investiert oder planen ein Investment. Rund 32 % der Investoren sind zudem bereit bei ihrer Investition alle möglichen Tranchen, also auch die nachrangigen, in Erwägung zu ziehen und sich nicht nur auf ein Risikoprofil zu beschränken. Hier zeigt sich der Wunsch nach auskömmlichen Renditen.



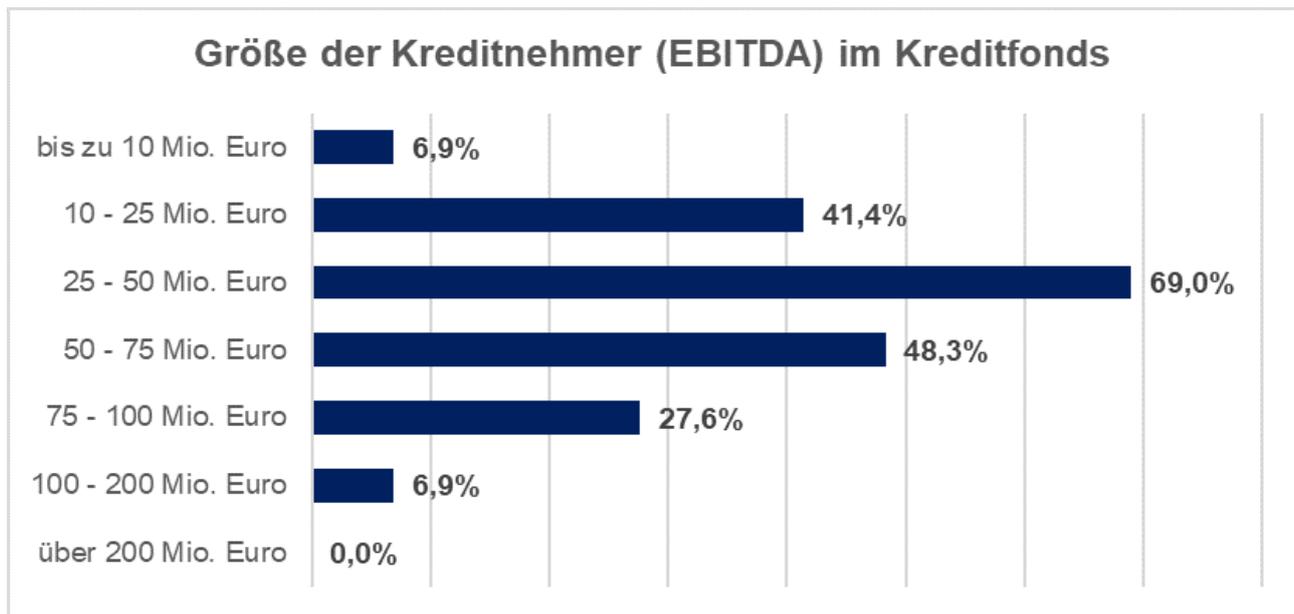
Dabei bevorzugen rund Zwei Drittel der Investoren Kredite an Unternehmen, die einen Private-Equity-Eigentümer haben. Das restliche Drittel investiert auch in Unternehmenskreditfonds ohne Private-Equity-Eigentümer.

Die meisten Investoren (65 %) sehen eine ausreichende Diversifizierung eines Kreditfonds erst bei über 10 Kreditnehmern als gegeben an; nur 3 % aller Investoren stimmen dieser Aussage bei unter 10 Kreditnehmer zu.



Für viele Investoren (26 %) ist auch eine Streuung über Branchen wichtig, wogegen die Streuung über Regionen hinweg für viele Investoren nicht mehr ganz so wichtig ist (16 %). Dieselbe Zustimmungsquote erhält auch die Diversifikation durch die Investition in mehrere Kreditfonds. Für die Investoren ist es demnach wichtiger, dass jeder einzelne Kreditfonds bereits gut diversifiziert ist und die Risikostreuung nicht erst über die Investition in mehrere Kreditfonds erreicht wird.

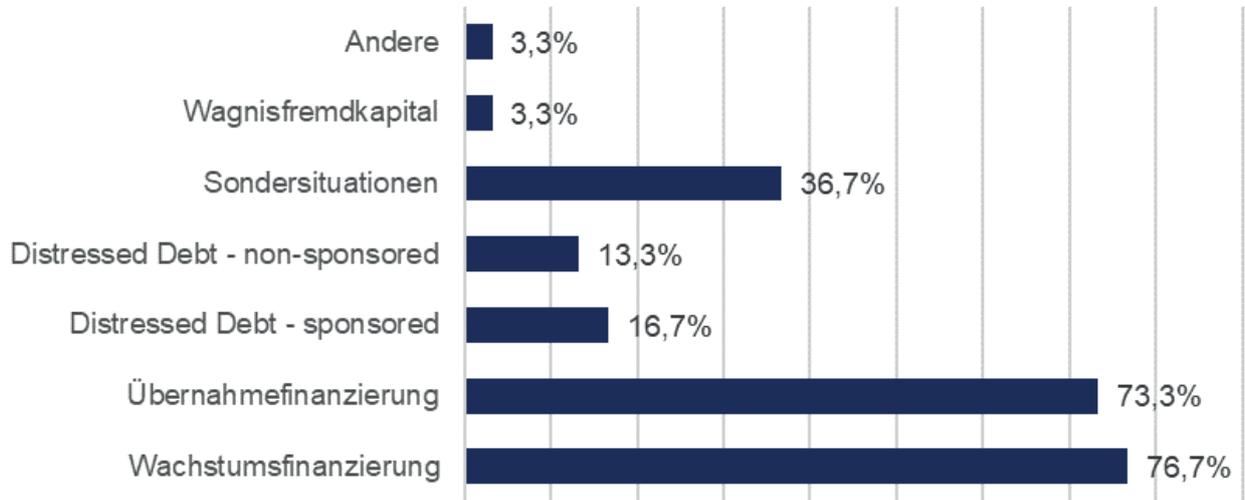
Die Unternehmensgröße der Kreditnehmer in den einzelnen Kreditfonds ist ein Abbild des deutschen Mittelstandes.



Einen Schwerpunkt bilden Unternehmen mit einem EBITDA im Bereich zwischen 25 Mio. Euro und 50 Mio. Euro, mit einer fast gleichförmigen Streuung der Größenordnung um diesen Bereich. Unternehmen jenseits eines EBITDA von über 100 Mio. Euro machen nur knapp 7 % aller Engagements in den hier betrachteten Kreditfonds aus, wobei alle Unternehmen die 200 Mio. Euro Grenze nicht überschreiten. Der Anteil ist damit genauso groß wie der Anteil von Unternehmen mit weniger als 10 Mio. Euro EBITDA und damit der, die als Kleinunternehmen im deutschen Mittelstand benannt werden. Somit liegen 86 % aller Kreditengagements der Kreditfonds, in denen die befragten Investoren engagiert sind, in einer Bandbreite zwischen 10 Mio. und 100 Mio. Euro EBITDA.

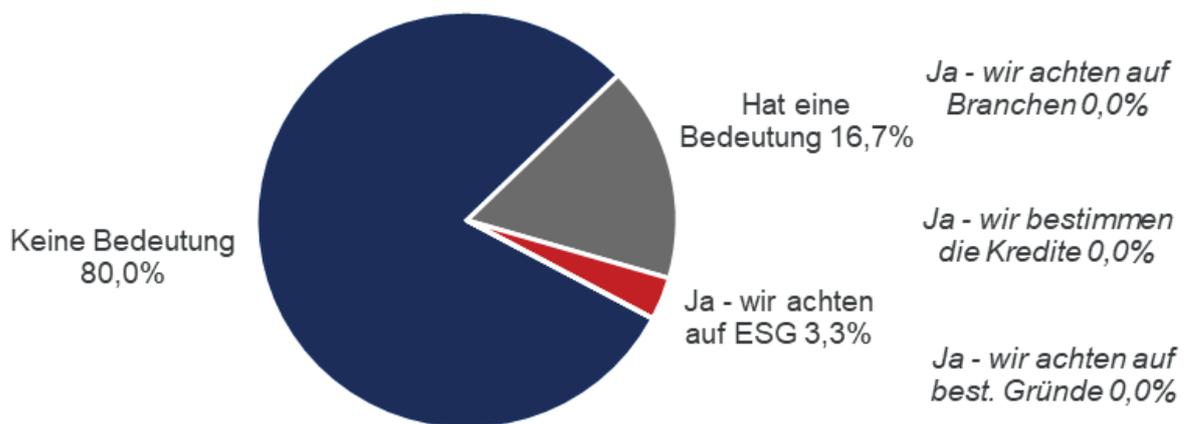
Am häufigsten werden dabei Wachstumsfinanzierungen (77 %) und Übernahmen (73 %) mit Fremdkapital des Kreditfonds finanziert. Obwohl in der öffentlichen Diskussion vor allem die Übernahmefinanzierungen im Rampenlicht stehen, sind die Kreditfonds der befragten Investoren sogar leicht stärker in Wachstumsfinanzierungen engagiert. An dritter Stelle folgt die Zustimmung der Investoren zu Krediten für Unternehmen in Sondersituationen, also Situationen die Banken nur ungern finanzieren (vgl. Kapitel 2). Diese haben in der Regel auch eine besonders attraktive Rendite. Kreditfonds, die notleidende Kredite in ihrem Portfolio haben, sind mit einer Zustimmung von rund 30 % erstaunlich stark vertreten, was angesichts der guten Konjunktur in Deutschland nicht verwunderlich ist, da die Ausfallraten auf extrem niedrigem Niveau verharren. Wagnisfremdkapital, das in Deutschland nur ein Nischenmarkt darstellt (vgl. Kapitel 2), wird von rund 3 % der Investoren getätigt.

### Kategorien der Kredite im Kreditfonds der Investoren



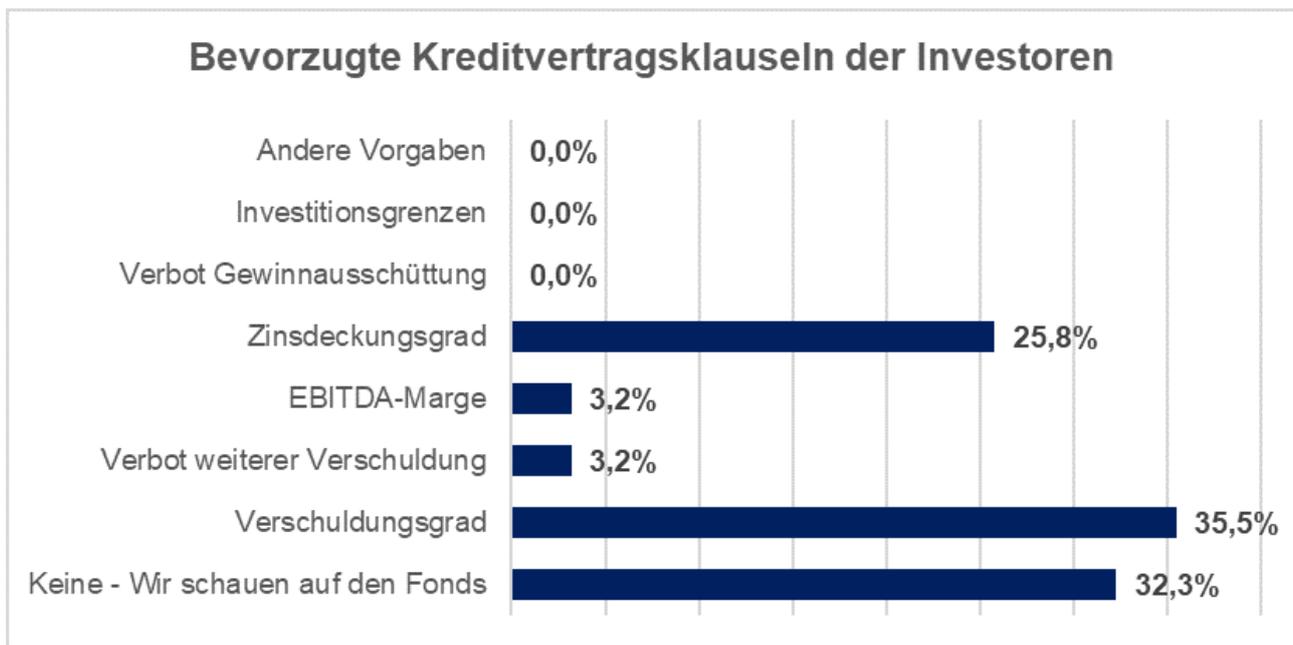
Dabei hat die Verwendung des Kredites für die Investoren zu 80 % keine Bedeutung. Für 3 % der Investoren ist er im Zusammenhang mit nachhaltigen Investments (ESG-konform)<sup>94</sup> von Bedeutung und 17 % der Investoren bemessen dem Kreditzweck eine Bedeutung in Zusammenhang mit der Rendite bei. Aber weder die Auswahl bestimmter Branchen, Kredite oder andere Gründe spielen für die Investoren überhaupt eine Rolle. In erster Linie verlassen sich die Investoren hier auf die Manager der Kreditfonds.

### Bedeutung des Kreditzwecks für den Investor



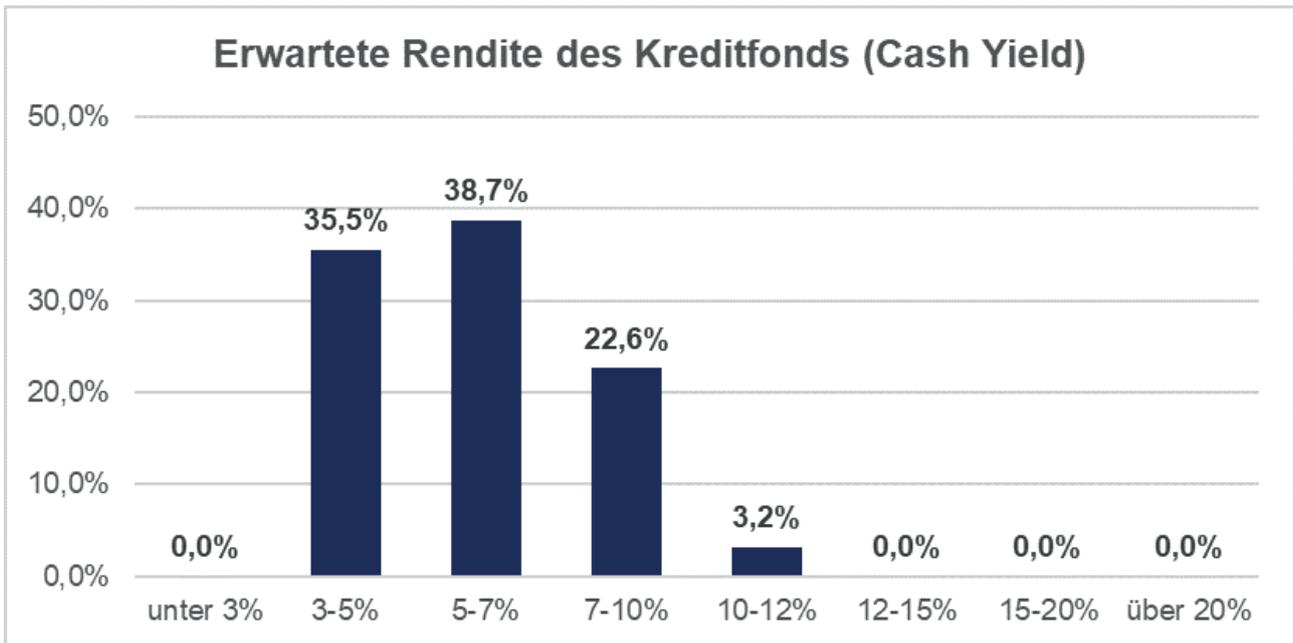
<sup>94</sup> Der niedrige Anteil von ESG-konformer Ausgestaltung hat seine Begründung im Produkt: Wir haben nur Unternehmenskredite abgefragt und nicht Infrastrukturprojekte oder Immobilienprojekt, wo Fragestellungen der Nachhaltigkeit generell eine höhere Bedeutung haben, als bei einem Unternehmenskredit.

Auch in Bezug auf die Gläubigerschutzklauseln des Kreditvertrages mit den Kreditnehmern verlassen sich die Investoren auf die Erfahrung der Kreditfonds. Für gut ein Drittel der Umfrageteilnehmer spielen die Kreditvertragsklauseln keine Rolle, da sie nur auf die Ebene des Fonds schauen und nicht die Kredite im Einzelnen berücksichtigen. Immerhin rund 36 % findet dennoch, dass ein definierter Verschuldungsgrad als Bestandteil im Kreditvertrag mit Unternehmen wichtig ist und auch die Definition eines Zinsdeckungsgrades halten 26 % der Investoren noch für wesentlich. Weitere Kreditvertragsklauseln scheinen auf wenig bis kein Interesse bei den Investoren zu stoßen. Hier ist das Vertrauen in die Fähigkeit des Kreditfonds-Manager größer als der Wunsch nach kleinteiliger Kontrolle jedes einzelnen Engagements – unabhängig davon, dass dies auch personaltechnisch von den meisten Investoren nicht gestemmt werden kann. Die Aufgabenverteilung ist daher eindeutig.

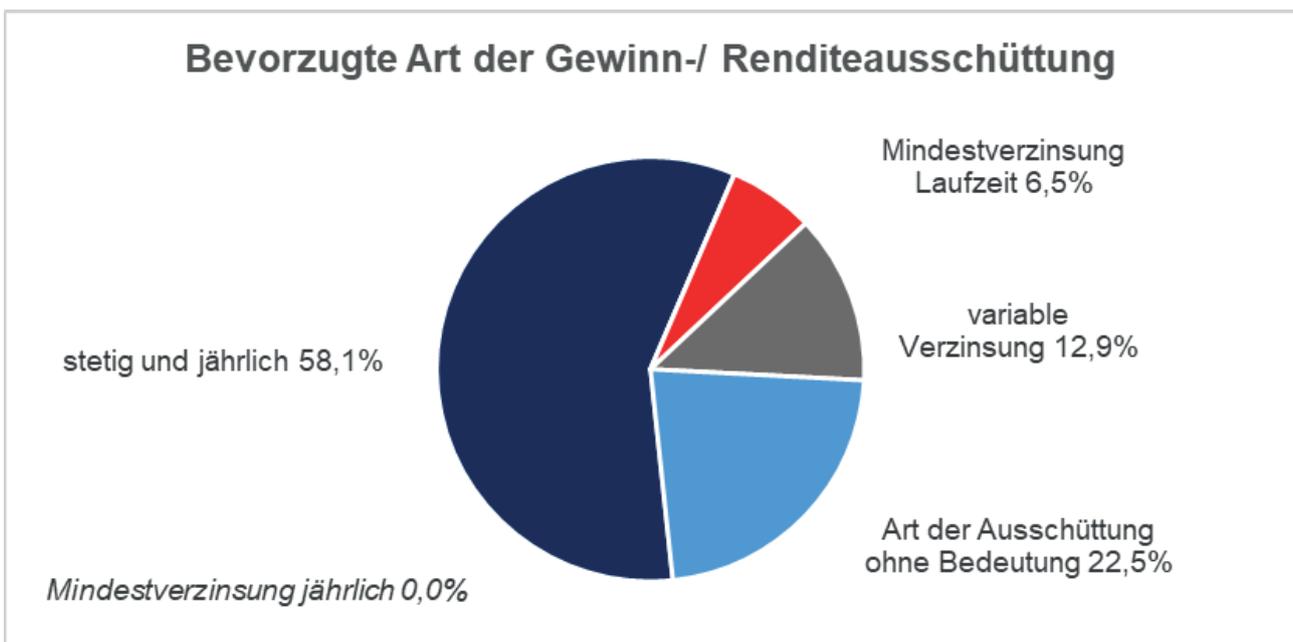


Wichtiger als die Details des Kreditvertrages sind für die Investoren hingegen die erwarteten Renditen (Cash Yield) des Kreditfonds. Die Höhe dieser spiegeln auch die bevorzugten Kredittranchen wieder. So liegt der Schwerpunkt (39 %) der erwarteten Renditen in einer Bandbreite zwischen 5 % - 7 %.

Alle weiteren Erwartungen streuen um diesen Wert, während keiner der Investoren eine Rendite erwartet, die unterhalb von 3 % oder über 12 % liegt. 36 % sind schon mit einer Rendite zwischen 3 % - 5 % zufrieden und weitere 26 % erwarten eine Rendite ihres Kreditfonds zwischen 7 % - 12 %. Die untere Rendite von 3 % - 5 % entspricht in etwa der durchschnittlichen Rendite einer Senior-Tranche in Deutschland, während die mittlere Rendite im Bereich der Unitranche in Deutschland liegt. Die obere Spanne von 7 % - 12 % reicht hingegen von der First-out-/Second-out-Struktur bis in die Junior-Tranche hinein. Reine Mezzanine-, Sondersituationen- oder Distressed-Strukturen scheinen bei diesen erwarteten Renditen nicht Bestandteil der Investorenportfolios zu sein.

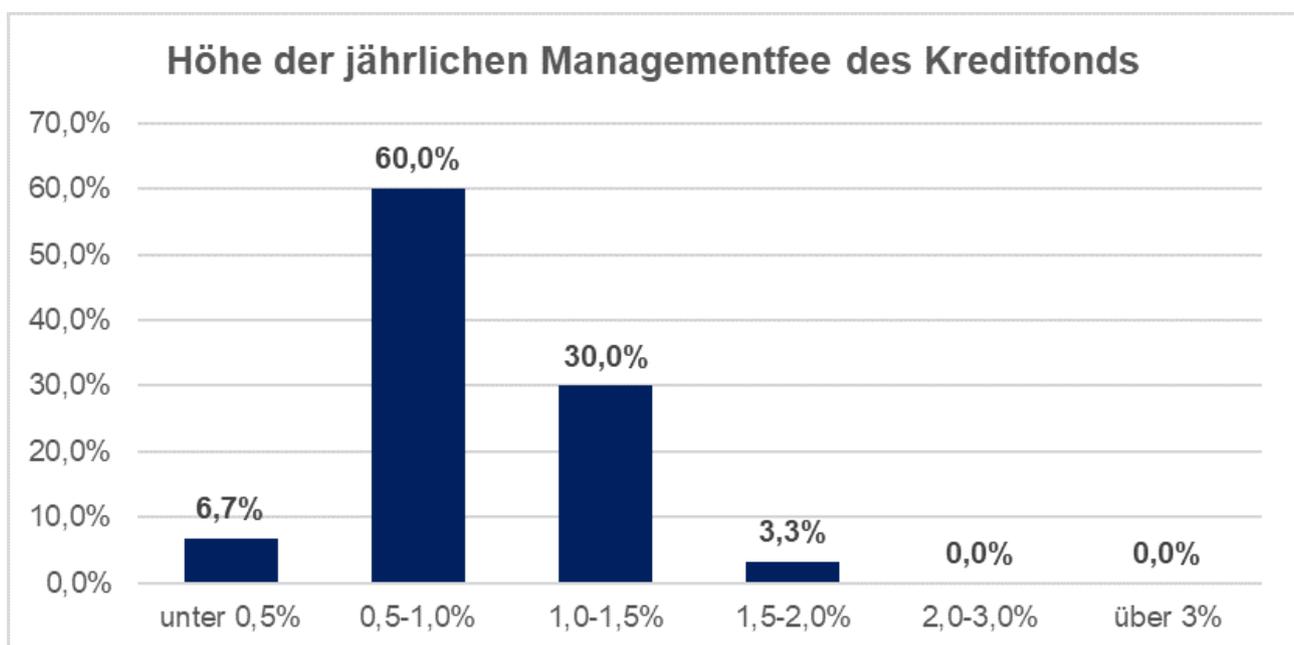


Bei der Art der Gewinnausschüttung bzw. Renditebeteiligung liegt die stetige und jährliche Auszahlung bei fast 60 % aller Investoren deutlich an erster Stelle. Allerdings hat die Art der Auszahlung auch gleichzeitig für rund 23 % der Investoren keine Bedeutung. Dies hängt mit den unterschiedlichen Arten der Investoren zusammen, die entweder selber jährliche Ausschüttung vornehmen müssen oder längerfristig ihr Kapital binden wollen. Rund 13 % aller Teilnehmer bevorzugen eine variable Verzinsung, wie es z. B. durch Gewinnbeteiligungen (Mezzanine) oder einem Margengitter (Rendite abhängig vom Verschuldungsgrad) zustande kommen kann. Für einige Wenige (7 %) ist auch nur die Mindestverzinsung über die gesamte Laufzeit entscheidend, sodass diesem Investorenkreis auch endfällige Darlehen ohne jährliche Zinszahlungen ins Portfolio passen, solange eine Illiquiditätsprämie gezahlt wird, die das Risiko adäquat abbildet.



Neben der Rendite sind auch die Kosten des Kreditfonds ein wichtiger Punkt bei der Entscheidung für einen Anbieter. Rund 60 % aller Investoren zahlen eine Managementfee zwischen 0,5 % - 1,0 % und 30 % der Investoren sind sogar bereit eine Gebühr zwischen 1,0 % - 1,5 % zu bezahlen. Nur 3 % der Investoren akzeptieren überhaupt Gebühren, die bis zu 2 % betragen können. Dies dürften in erster Linie Gebühren für Dachfonds sein, die in der Regel über denen der Einzelfonds liegen, dafür aber auch mit einem einzigen Investment schon einen höheren Diversifikationsgrad anbieten können. Über 2 % Fondsgebühren wird von keinem der Umfrageteilnehmer bezahlt und von einer Managementfee unter 0,5 % können nur knapp 7 % der Investoren profitieren.

Die Bezahlung einer Performancefee wird von den Investoren sehr unterschiedlich bewertet. Während rund 6,5 % diese generell ablehnen, sind 29 % aller Umfrageteilnehmer bereit diese ohne Bedingungen zu bezahlen. Die Mehrheit (64,5 %) knüpft allerdings die Berechnung einer Performancefee an das Erreichen einer Mindestverzinsung an. Nur dann ist diese Gruppe der Investoren bereit, zusätzlich zur Managementfee noch eine Performancefee zu bezahlen.

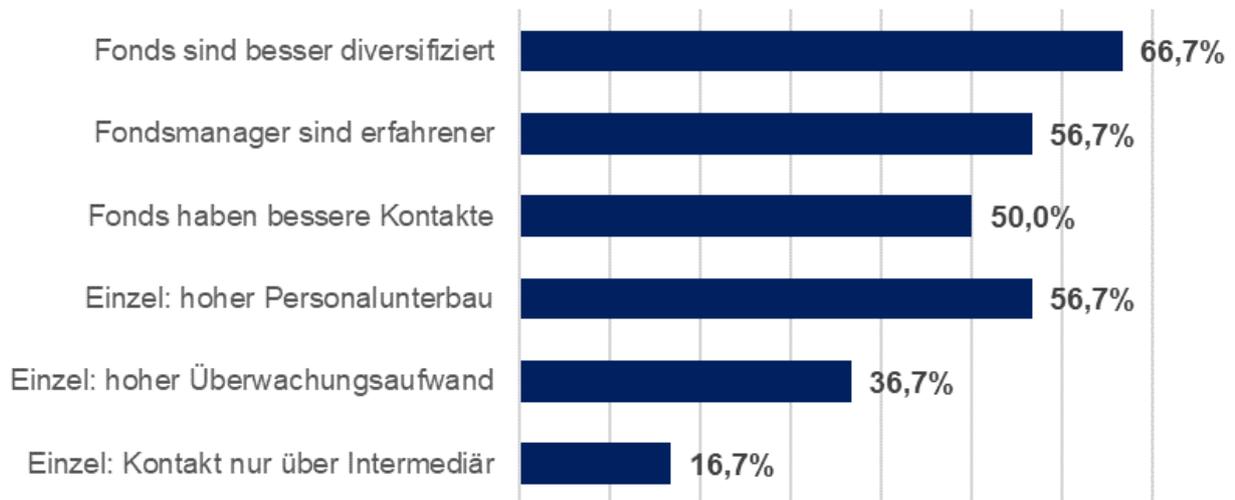


Als letzten Punkt wurden die Investoren nach der Rechtsordnung gefragt, die der Kreditfonds unterliegt. Hier gaben rund 77 % der Teilnehmer an, dass ihr Kreditfonds dem luxemburgischen Recht unterliegt, was mit Blick auf die Dominanz des Luxemburger Masterfonds nicht weiter verwundert. An zweiter Stelle wird die deutsche Rechtsordnung mit fast 10 % genannt, gefolgt von den irischen und anderen Rechtsordnungen mit jeweils 6,5 % Anteil. Kein einziger Investor hat einen Kreditfonds nach englischer Rechtsordnung im Portfolio, sodass ein möglicher ungeordneter Brexit hier keine Probleme erzeugen sollte.

### 7.3 Teil III – Fragen zur Auswahl des Kreditfonds

Bei der Auswahl für einen Kreditfonds und gegen die rechtliche Möglichkeit eines direkten Einzelengagements gibt es diverse gleichrangige Gründe aufseiten der Investoren. Für die Investition über einen Fonds spricht, dass dieser über die besseren Kontakte zu den Kreditnehmern verfügt, erfahrener bei Unternehmenskrediten ist und zudem als Fonds besser diversifiziert ist. Gegen Einzelengagements sprechen beim Investor vor allem zusätzlichen Kosten für qualifiziertes Personal, da er ähnliche Strukturen implementieren muss, wie ein Kreditfonds oder eine Bank. Zusätzlich entsteht ein hoher Überwachungsaufwand für die laufenden Engagements und in der Regel hat der Investor keinen direkten Zugang zum Kreditnehmer, sodass er über Intermediäre gehen muss, die dafür Provisionen fordern. Die hohen Zustimmungsraten bei vier Antworten von teilweise deutlich über 50 % zeigen die wesentlichen Treiber für die Investition in einen Kreditfonds auf.

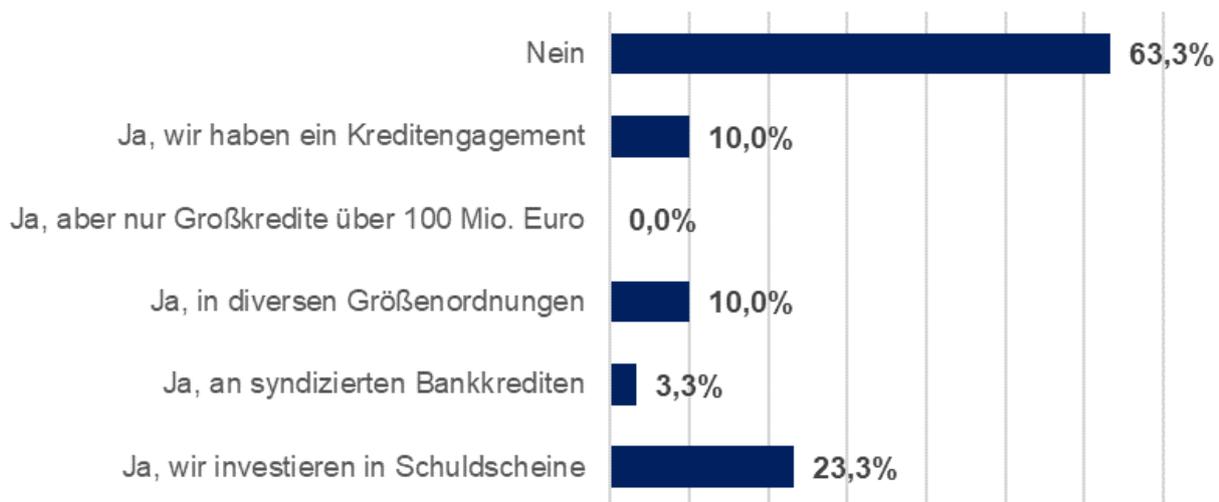
### Kreditfonds versus Einzelengagement



Dies zeigt auch die Gegenfrage, inwieweit die Investoren ohne Kreditfonds im Bereich Unternehmenskredite investiert sind. Über 63 % der Teilnehmer war nicht anderweitig in diesem Markt aktiv.

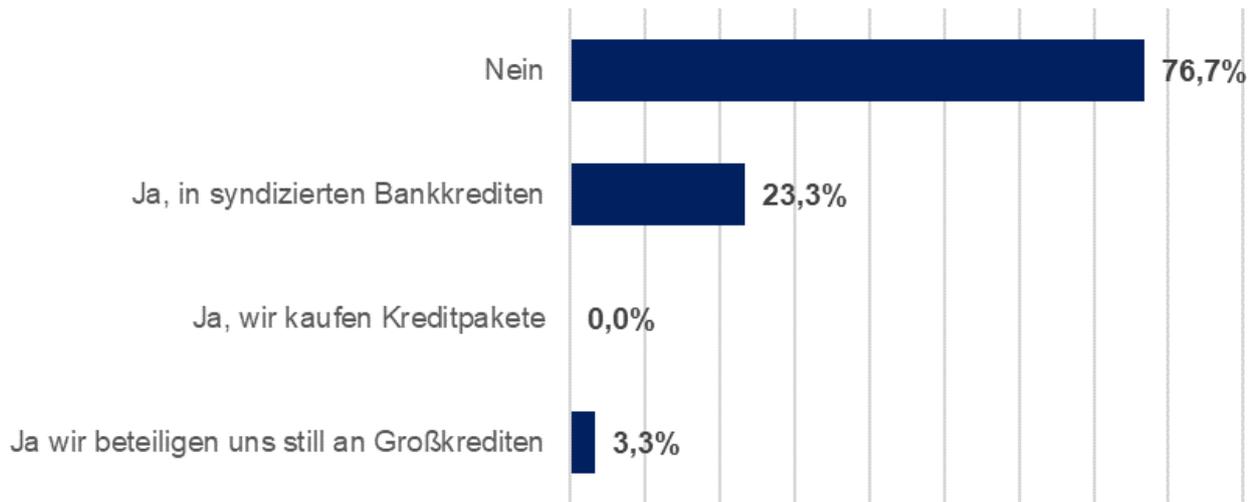
10 % haben nur ein Kreditengagement, weitere 10 % besaßen mehrere Kreditengagements in diversen Größenordnungen. 3 % der Investoren waren an einem syndizierten Bankkredit beteiligt und gut 23 % investieren zudem in Schuldscheine, die ebenfalls vorwiegend von Banken strukturiert werden. Insgesamt sind demnach 26 % der Teilnehmer über eine Bank an weiteren Kreditengagements beteiligt. Nur 20 % nehmen ohne die Hilfe einer Bank am Unternehmenskreditmarkt aktiv teil.

### Kreditengagements abseits von Kreditfonds



Dies zeigen auch die Erfahrungen im Ankauf von Krediten über eine Bank. Die überwiegende Mehrheit der Investoren (77 %) hat überhaupt keine Erfahrungen in diesem Bereich. 23 % besitzen Erfahrungen beim Ankauf von syndizierten Krediten über eine Bank. Rund 3 % gaben an, sich still an Großkrediten zu beteiligen, wobei hier nicht zwingend ein Ankauf oder eine Übertragung der Kredite erfolgen muss.

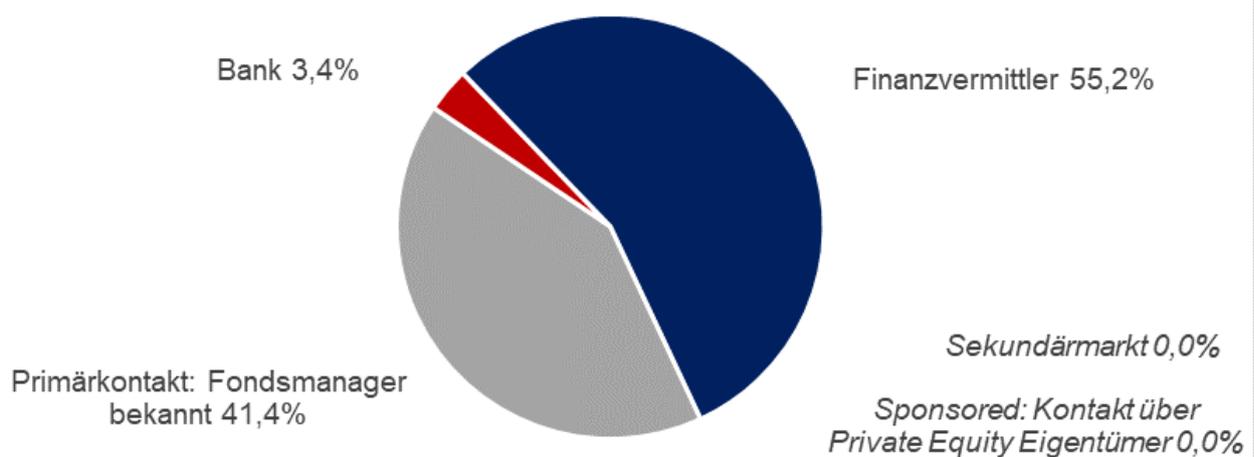
### Erfahrung im Ankaufen von Bankkrediten



Die Distanz zur Bank wird auch in der folgenden Frage deutlich. So ist die Strukturierung der Kredite durch eine Bank für 93 % der Investor kein Auswahlkriterium, um in einen Kreditfonds zu investieren. Für nur je 3 % der Investoren ist die Strukturierung der Kredite durch eine Bank oder der Ankauf von Darlehen einer Bank ein Auswahlkriterium, um in einen Kreditfonds zu investieren. Die Kompetenz des Kreditfonds ersetzt hier die Fähigkeiten der Bank.

Auch bei der Vermittlung des Kreditfonds an den Investor spielen die Banken kaum eine Rolle. Nur 3 % gaben an, dass der Kontakt zum Kreditfonds über eine Bank, zumeist die Hausbank des Kreditnehmers, zustande gekommen ist. Die Mehrheit (55 %) wurden über einen Finanzvermittler auf den Kreditfonds aufmerksam.

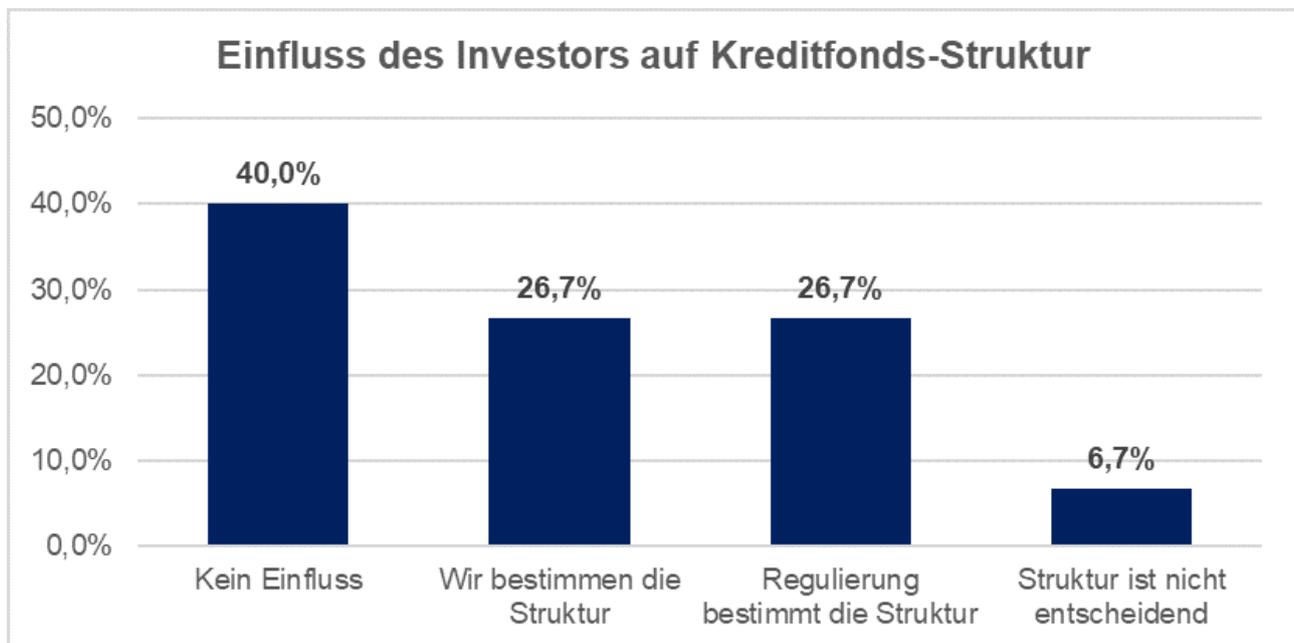
### Kontakt zum Kreditfonds



Auch der direkte Kontakt zum Kreditfonds, aufgrund einer Beziehung zwischen dem Kreditfonds und den Investoren, war in rund 42 % aller Fälle der Weg zur Investition. Interessant hierbei ist, dass kein Investor angab, dass der Kontakt über einen Private-Equity-Eigentümer zustande kam.

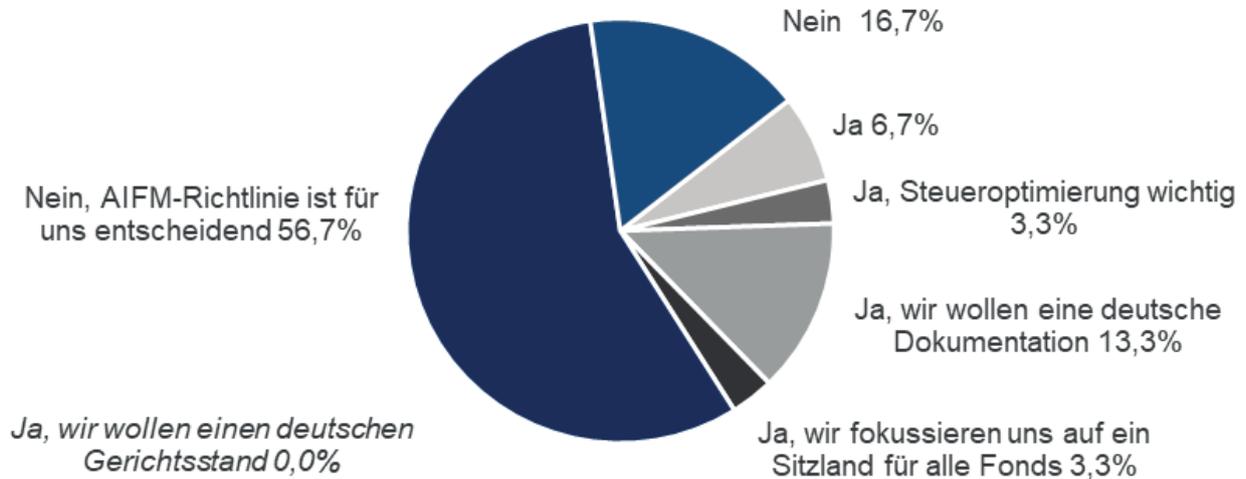
Das Vertrauen in die Kreditfonds zeigt auch, dass rund 83 % der Umfrageteilnehmer bestätigen, dass sie keinen Einfluss auf die Auswahl der einzelnen Kreditnehmer haben, sondern dies der Expertise des Kreditfonds überlassen. 10 % gaben an zumindest einen bestimmten Rahmen vorzugeben, wie etwa eine Branche oder eine bestimmte Region bzw. bestimmte Regionen nicht zu berücksichtigen. Rund 7 % können Wünsche äußern, wie ihr Geld vergeben wird. Insgesamt liegt aber die eigentliche Kreditvergabe in den Händen der Kreditfondsmanager, die sich, wie diese Umfrage zeigt, auch einen größtmöglichen Spielraum offenhalten, um flexibel auf Veränderungen reagieren zu können.

Etwas anders sieht es bei der Struktur des Kreditfonds aus. Zwar geben rund 40 % an, keinen Einfluss auf die Struktur zu haben, das heißt jedoch nicht, dass sie am Kreditfondsmarkt dann doch nur bestimmte Strukturen nachfragen und somit einen indirekten Einfluss hierauf ausüben. Jeweils knapp 27 % gaben an, die Struktur aktiv zu bestimmen. Für immerhin weitere fast 7 % ist die Struktur des Fonds hingegen nicht entscheidend für eine Investition in diesen.



Auch das Sitzland des Kreditfonds ist primär als Investitionskriterium nicht entscheidend. Denn für die Mehrheit der Investoren (57 %) ist die Einhaltung der AIFM-Richtlinie zwar wichtig, aber unabhängig davon, wo der Fonds letztendlich diese einhält. Immerhin 13 % der Investoren bevorzugen eine deutsche Dokumentation des Kreditfonds, was nicht zwingend auf einen deutschen Standort hinausläuft.

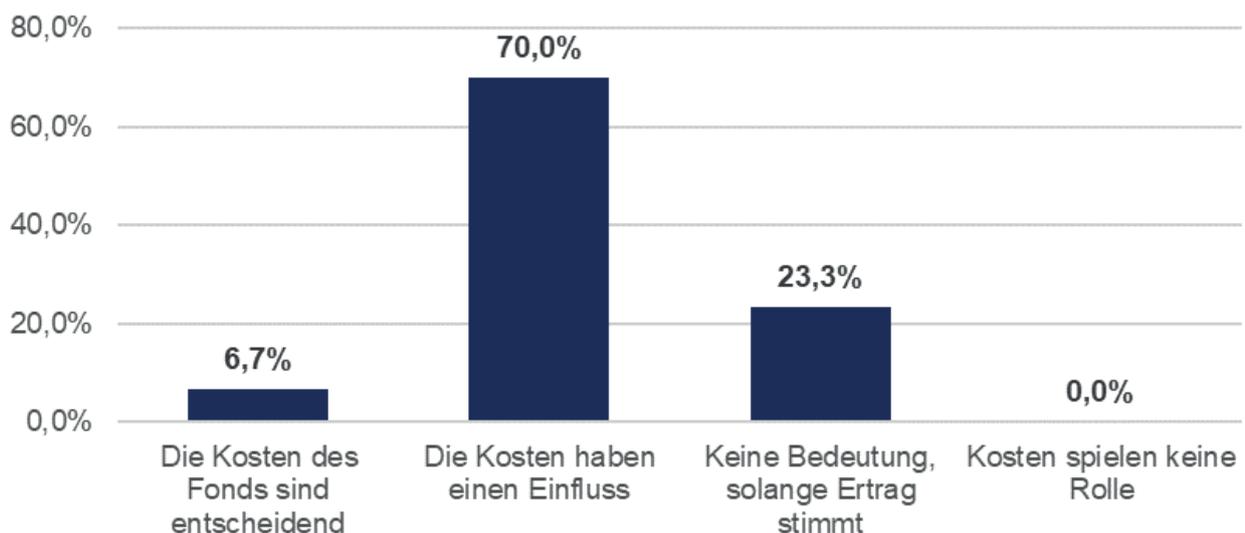
### Auswahlkriterium: Standortwahl des Kreditfonds



Für 7 % ist der Standort ein entscheidendes Kriterium ohne Angaben von Gründen, wogegen weitere 3 % eine steuerliche Optimierung mit dem Standort des Kreditfonds verbinden. Zusammengefasst hat der Standort des Fonds, auch ein luxemburgischer, keine entscheidende Bedeutung für die Auswahl des Kreditfonds.

Das wesentliche Auswahlkriterium scheinen hingegen die Kosten des Kreditfonds zu sein. So gaben 70 % aller Investoren an, dass diese einen Einfluss auf ihre Entscheidung für die Wahl eines Fonds haben.

### Auswahlkriterium: Kosten des Kreditfonds

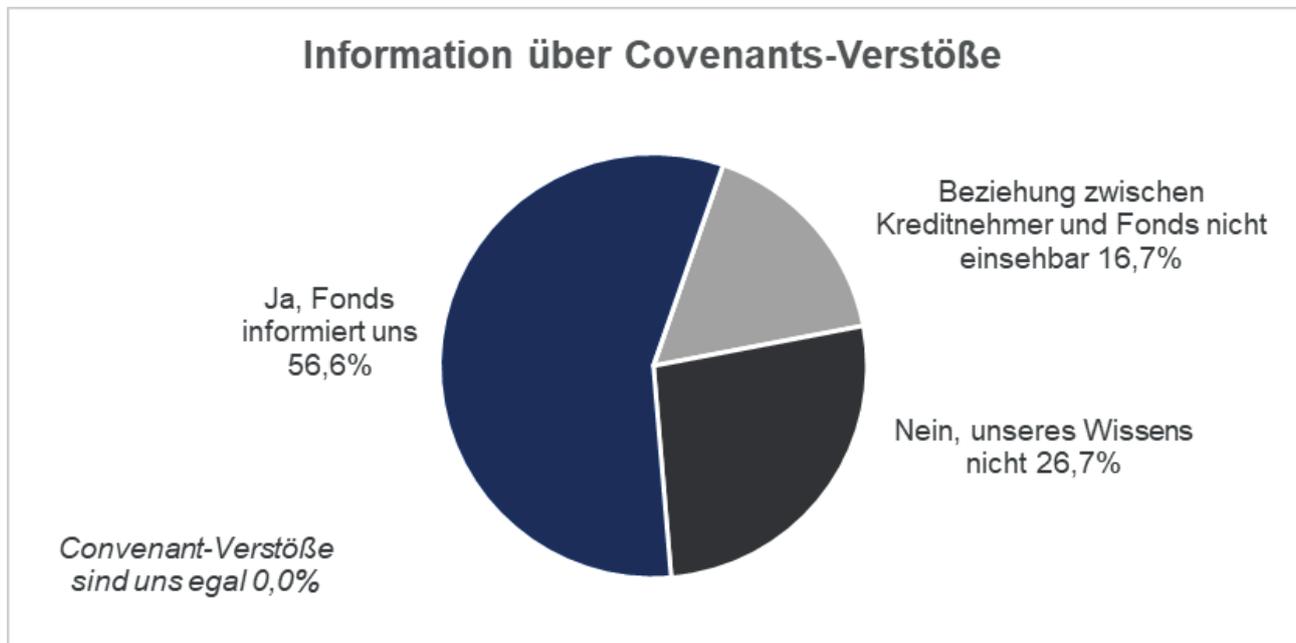


Nur 23 % sind der Meinung, dass diese keine Bedeutung haben, solange der Ertrag für sie netto stimmt. Für 7 % sind die Kosten hingegen sogar das entscheidende Auswahlkriterium.

Die meisten Investoren (87 %) haben keine negativen Erfahrungen mit der Gesamrendite eines Kreditfonds gemacht und sind demnach mit der Performance zufrieden. Nur rund 13 % der Teilnehmer gaben an negative Erfahrungen in Bezug auf die Erreichung der Gesamrendite gemacht zu haben.

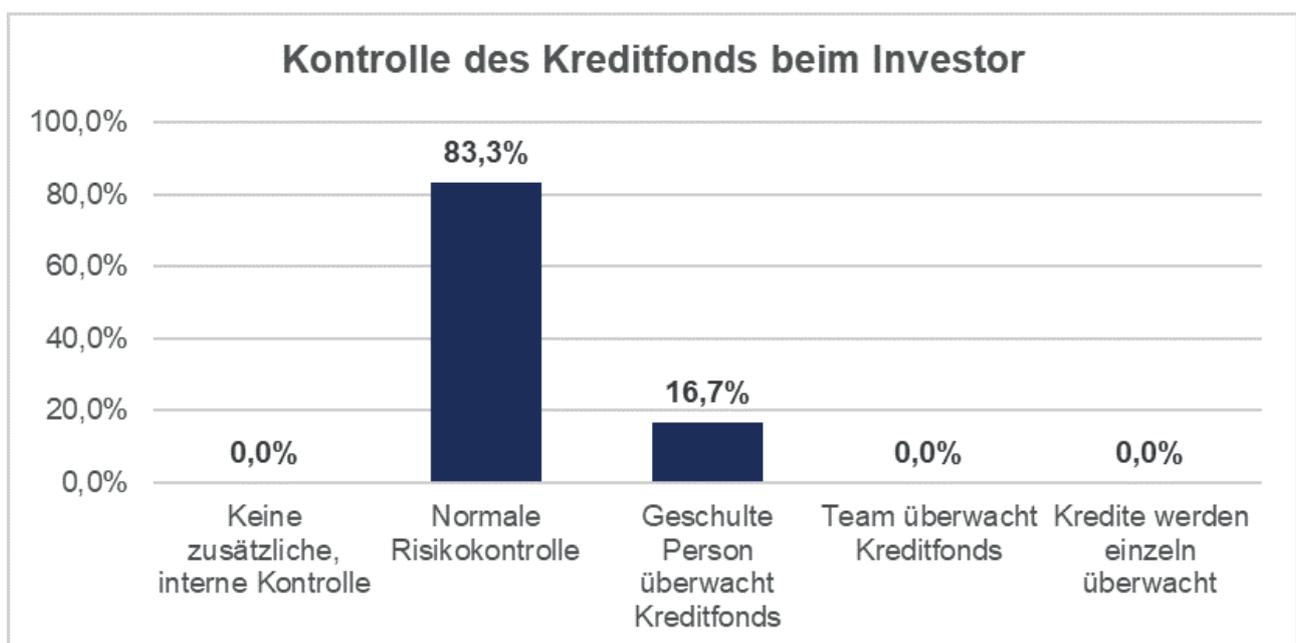
Hingegen sieht das Bild bei den Erfahrungen über Ausfallraten von Krediten innerhalb der Kreditfonds nicht so einheitlich aus. Jeweils 43 % gaben an, darüber Daten zu besitzen bzw. nicht zu besitzen. Rund 14 % der Teilnehmer sagen hingegen, dass die Diversifikation des Kreditfonds eine Datensammlung hierüber nicht zulässt, sodass damit keine Erfahrungen beim Investor aufgebaut werden können.

Hingegen informieren die Kreditfonds ihre Investoren über Verstöße gegen die Gläubigerschutzklauseln (Covenants).



Gut 57 % der Investoren werden hierüber informiert, wogegen der Rest (27 %) entweder keine Kenntnis besitzt, oder die Beziehung zwischen Kreditnehmer und Fonds für den Investor nicht einsehbar ist (17 %).

Das starke Vertrauen der Investoren in die Fähigkeiten der Kreditfondsmanager zeigt sich auch in der internen Risikokontrolle. Die überwiegende Mehrheit von 83 % belässt die Kreditfonds in der „normalen“ Risikokontrolle innerhalb des eigenen Risikomanagements. Nur 17 % lassen eine speziell geschulte Person den Kreditfonds überwachen.



## 7.4 Teil IV – Fragen zur Regulierung und zum Markt

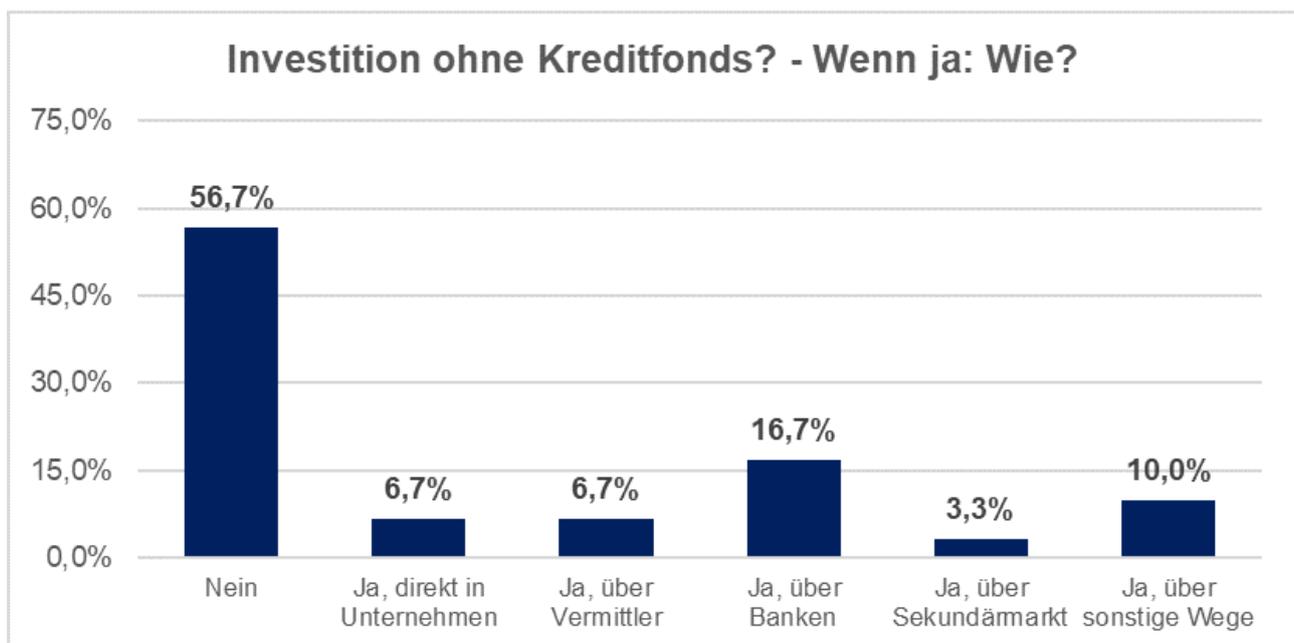
Unter Solvency II gilt das „Durchschau-Prinzip“. Allerdings empfinden rund 68 % der befragten Investoren dieses Prinzip in der Anwendung nicht als problemlos. Nur 32 % gaben an, dass dieses Prinzip für sie einfach zu händeln sei.

Auch bei der Anwendung der Anlageverordnung wird Kritik laut. So sehen zwar 48 % der Teilnehmer die Einordnung von Kreditfonds nach der AnIV als „eindeutig“ an, rund 40 % hingegen bezeichnen sie als „schwierig“. Zudem sind 12 % der Ansicht, dass diese Einordnung nur mittels externer Hilfe richtig vollzogen werden kann.

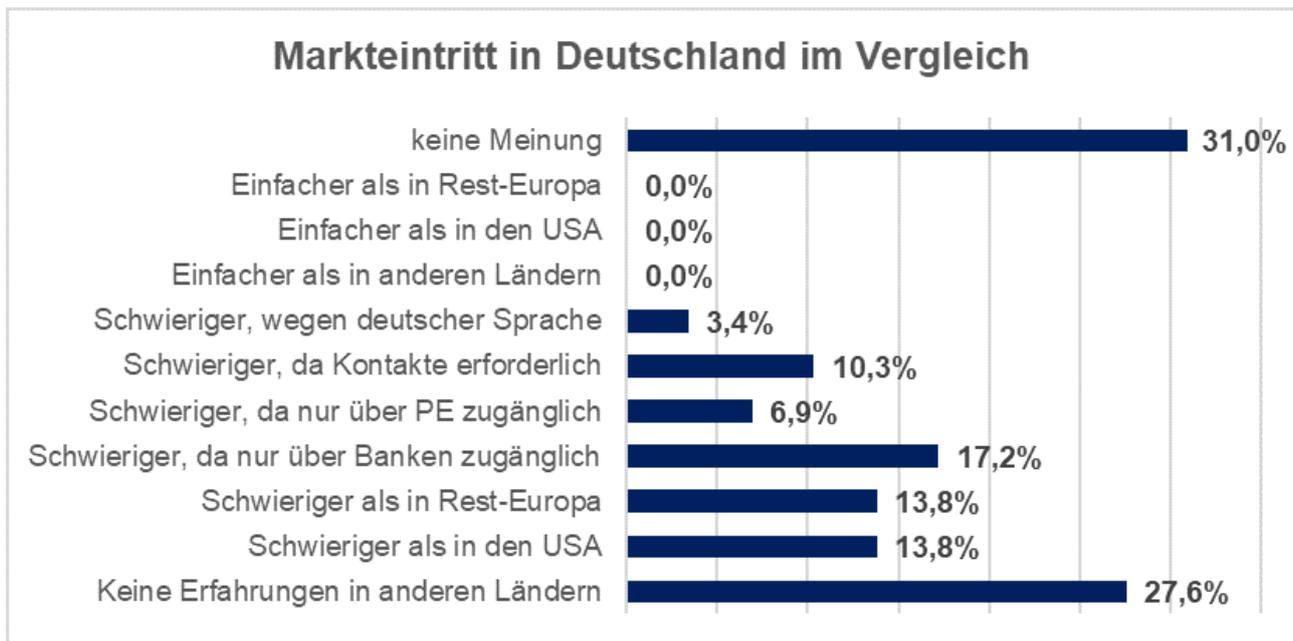
Daher erachten auch die Mehrzahl der Teilnehmer (76 %) die unterschiedlichen Regelungen nach Solvency II und Anlageverordnung als nicht sinnvoll. Nur 24 % haben sich mit der getrennten Vorgehensweise angefreundet.

Das Angebot von Kreditfonds betrachten die Investoren zu mehr als 83 % als ausreichend, nur knapp 17 % sind der Meinung, es werden zu wenige Kreditfonds am Markt angeboten.

Denn für die Mehrheit (57 %) stellt der Kreditfonds die einzige Möglichkeit dar, in die Anlageklasse Unternehmenskredite zu investieren. Die restlichen Investoren würden auch ohne Kreditfonds in dieser Anlageklasse aktiv sein, allerdings auf vielen verschiedenen Wegen. So können sich fast 17 % ohne Kreditfonds vor allem eine Zusammenarbeit mit den Banken in diesem Bereich vorstellen. Knapp 7 % würden eher direkt an die Unternehmen herantreten oder Vermittler einschalten, um hier einen Kontakt zu den Unternehmen zu erlangen. Rund 3 % würden nur über den Sekundärmarkt an dieser Anlageklasse partizipieren.



Im Vergleich mit dem Markteintritt in anderen Ländern steht Deutschland eher als schwieriger Markt da. Zwar hat ein Großteil der befragten Investoren entweder keine Erfahrung in anderen Ländern (28 %) oder schlichtweg keine Meinung zu diesem Thema (31 %). Aber diejenigen, die über Erfahrungen verfügen, stufen den Markteintritt in Deutschland als schwierig ein; keiner der Teilnehmer sah den Markteintritt einfacher als in andere Länder. Problematisch sehen die Investoren vor allem die vorherrschende Dominanz der Banken im Unternehmenskreditbereich und das Fehlen von direkten Kontakten zu den Unternehmen, um die Banken zu umgehen.



Ob der deutsche Markt dadurch schwieriger als in Rest-Europa oder in den USA ist, konnte die Umfrage nicht klären; die Teilnehmer sind hierin indifferent. Dies kann auch am Teilnehmerkreis der Umfrage liegen, die sich auf deutsche Investoren mit Erfahrung im heimischen Unternehmenskreditfondsmarkt fokussierte. Diese müssen nicht zwangsläufig über Erfahrungen im Ausland verfügen.

## 7.5 Zusammenfassung

Die Hälfte der Teilnehmer der Investorenfrage wird nach Solvency II reguliert und die andere Hälfte unterliegt der Anlageverordnung. Wichtigste Gründe für ein Investment in Unternehmenskredite ist die gute Risiko-Rendite-Relation, gefolgt durch den Einsatz als Ersatzinvestition für Anleihen/Renten. Auch die gute Diversifikation des Portfolios des Investors durch eine Anlage in Unternehmenskredite ist ein wichtiger Entscheidungsgrund für Kreditfonds, da diese kaum mit herkömmlichen Anlageformen korrelieren. Dabei wurde ersichtlich, dass die überwiegende Mehrzahl der Investoren langjährige Erfahrungen in dieser Form der Alternativen Investments aufweisen. Über die Hälfte der Investoren hat sich ein Anlageziel für Unternehmenskredite von bis zu 10 % ihres verwalteten Vermögens vorgenommen. 40 % verfügen über keinerlei Quote.

Bei ihrer Investition in Kreditfonds steht die Diversifikation für die Mehrheit der Investoren an erster Stelle. So sind 29 % in bis zu 5 Kreditfonds investieren, 26 % sogar in mehr als 10 Kreditfonds. Bei der Wahl der Art des Kreditfonds bevorzugen rund 45 % der Teilnehmer Kreditfonds, die direkt und vorwiegend in Unternehmenskredite investieren. Rund 36 % gaben außerdem an, an Kreditfonds beteiligt zu sein, die auch andere Strategien verfolgen als in Einzelengagements zu investieren (Spezialfonds). 36 % sind zusätzlich noch an Dachfonds beteiligt, die generell durch ihre Beteiligungen an verschiedenen Kreditfonds eine hohe Diversifikation aufweisen. Das bevorzugte Investitionsvehikel ist der Luxemburger Masterfonds, der sich durch seine flexiblen Investitionsmöglichkeiten auszeichnet. In diesem Zusammenhang muss auch die Rechtsprechung gesehen werden. Ein Großteil der Investoren unterwirft sich Luxemburger Recht, nur wenige bestehen auf einen deutschen Gerichtsstand.

Rund 87 % der Investoren stehen Kreditfonds mit eigener Verschuldung ablehnend gegenüber. Diese Risikoaversion zeigt sich auch bei der Wahl der Kredittranche, die von den besicherten Tranchen wie Senior- und Unitranche dominiert wird.

Das Sicherheitsbedürfnis spielt auch bei der Diversifikation des Kreditfonds eine entscheidende Rolle. So wollen die meisten Investoren mehr als 10 verschiedene Kreditnehmer in einem Fonds sehen. Für fast ein Fünftel der Teilnehmer müssen es sogar mehr als 50 Kreditnehmer sein. Diese Kreditnehmer sind ein Abbild des deutschen Mittelstandes und liegen mehrheitlich im Bereich von 25 Mio. bis 50 Mio. Euro mit einer nahezu gleichförmigen Streuung nach oben

und unten. Am meisten werden Wachstums- und Übernahmefinanzierungen von den Investoren unterstützt, die an sich keine besondere Präferenz für einen bestimmten Zweck zeigen. Bei den Gläubigerschutzklauseln reichen den Investoren einige wenige Vereinbarungen. In erster Linie sehen die Investoren hier den Kreditfondsmanager in der Pflicht und vertrauen auf dessen Expertise.

Es gibt konkrete Renditeerwartungen an den Kreditfonds, die aber die bevorzugten Kredittranchen widerspiegeln. So gibt es einen Schwerpunkt in der Renditeerwartung zwischen 5 % – 7 % und eine fast gleichförmige Verteilung nach unten zwischen 3 % – 5 % und nach oben über 7 %. Diese Rendite sollte nach den Wünschen eines Großteiles der Investoren am besten stetig und jährlich erfolgen.

Wichtig sind die Kosten der Fonds. 90 % der Investoren sind bereit, zwischen 0,5 % - 1,5 % Managementfee zu bezahlen. Auch bei der Performancefee schauen die Investoren genau hin: Die überwiegende Mehrheit ist nur bereit diese zu gewähren, sofern die Mindestverzinsung des Fonds erreicht ist.

## 7.6 Vergleich mit anderen Studien

Studien über Unternehmenskreditfonds in Deutschland existieren derzeit nicht. Es gibt einige Studien, die den europäischen Markt betrachten, aber zumeist nur die Sichtweise eines Akteurs (Fonds oder Investor) beleuchten sowie einige globale Studien. Die Vergleichbarkeit ist daher eingeschränkt und kann nur für einzelne Teilfragen erfolgen.

### Research Center für Financial Services (CFin) der Steinbeiss-Hochschule

Die Sichtweise der europäischen Investoren wurde vom Research Center für Financial Services (CFin) der Steinbeiss-Hochschule in München untersucht.<sup>95</sup> Hierbei ist zu beachten, dass die verwendete Definition des CFin von der Definition in unserer Studie abweicht.<sup>96</sup> So wurden in der Steinbeiss-Studie auch Kreditfonds aus dem Bereich Infrastruktur und Immobilien<sup>97</sup> abgefragt und generell nur unverbriefte Strukturen berücksichtigt.<sup>98</sup> Auch bei den Umfrageteilnehmern lag der Schwerpunkt bei den Pensionsfonds<sup>99</sup>, wogegen die Studie des BAI ihren Schwerpunkt bei den großen Versicherungsgesellschaften hat. Dennoch kann man einige Ergebnisse beider Studien gegenüberstellen.

So wurden vom CFin die institutionellen Investoren nach ihren Erfahrungen mit Private Debt befragt. 77 % der Investoren haben positive Erfahrungen, 21 % stehen dem Anlageinstrument neutral gegenüber und 3 % haben negative Erfahrungen mit Private Debt gemacht.<sup>100</sup> Diese 3 % sind hingegen ausnahmslos Banken, die in der BAI – Befragung kaum eingebunden wurden. In der Befragung des BAI gab es eine ähnliche Intention. So wurden die Investoren nach negativen Erfahrungen in Bezug auf die Gesamtrendite befragt, dem Teil der Anlage, der für Investoren ausschlaggebend sein dürfte. Hier verneinten 87 % der befragten Investoren, negative Erfahrungen in Bezug auf die Gesamtrendite gemacht zu haben, sprich diese Investoren waren mit dem wichtigsten Aspekt ihrer Anlage in (Corporate) Private Debt zufrieden.

Dabei kann die höhere Zustimmungsrates auch durch die unterschiedliche Gewichtung der Investoren in beiden Studien zustande kommen.

Auch bei der Wahl der Tranchen gehen beide Studien zunächst in dieselbe Richtung. So bewerteten in der Steinbeiss-Studie rund 65 % der Investoren die Senior-Tranche als sehr attraktiv bzw. attraktiv.<sup>101</sup> In der BAI-Studie gaben 58 % der Investoren ihre Präferenz bei der Senior-Tranche an. Rund 49 % der Investoren in der Steinbeiss-Studie sehen

---

<sup>95</sup> Vgl. CFin – Research Center for Financial Services der Steinbeiss-Hochschule mit Unterstützung der Solutio AG und Pantheon (ohne Angabe des Autors): Private Debt im Portfoliokontext – Schwerpunkt Corporate Debt, April 2018, München; im Folgenden kurz: Steinbeiss-Studie

<sup>96</sup> Vgl. zur Definition, Steinbeiss-Studie: Definition und Einordnung, S. 65

<sup>97</sup> Vgl. zur Anlageklasse, Steinbeiss-Studie: Underlying, S. 18

<sup>98</sup> Vgl. Steinbeiss-Studie, S. 65

<sup>99</sup> Vgl. zum Schwerpunkt, Steinbeiss-Studie: Definition und Einordnung, S. 65

<sup>100</sup> Vgl. Steinbeiss-Studie, S. 35

<sup>101</sup> Vgl. Steinbeiss-Studie, S. 47 – BAI-Studie, Kapitel 7, Teil II

zusätzlich auch die Unitranche/Junior-Tranche als (sehr) attraktiv an. Der entsprechende Wert in der BAI-Studie lag bei 45 %. Allerdings wurde hier nicht zusammen nach Unitranche und Junior-Tranche gefragt, sondern nur nach der Unitranche, in der im Normalfall ein Junior-Teil mitenthalten sein kann. Die Steinbeiss-Studie fragt dann explizit nach der Möglichkeit in eine Subordinated-Tranche zu investieren und erhielt hier eine Zustimmung von 34 % aus den Bereichen attraktiv bis sehr attraktiv. In der BAI-Studie wurde nicht explizit nach dieser Tranchen-Variante gefragt, sondern nur die Auswahl entweder in Junior/ Second Lien Tranche, also nachrangige Tranchen, zu investieren oder in alle, inklusive der nachrangigen Tranchen. Hier lag die Zustimmung für nachrangige Second Lien Tranchen bei nur 23 %, also deutlich unter dem Wert der Steinbeiss-Studie. Daher ist anzunehmen, dass ein Teil der Steinbeiss-Subordinated-Investoren bei der BAI-Studie die Möglichkeit „für alle Tranchen“, auch nachrangige, angekreuzt haben, die auf 32 % Zustimmung kam, da in der Regel eine Subordinated-Tranche mit anderen Tranchen aus Risiko-Portfolio-Gründen gemischt wird und selten alleine gehalten wird.

Bei den durchschnittlichen Renditeerwartungen der einzelnen Tranchen scheint es auch eine Übereinstimmung zu geben, die aber vorsichtig interpretiert werden muss. So gaben in der Steinbeiss-Studie die Investoren als durchschnittliche Renditeerwartung für die Senior-Tranche rund 6,4 % an.<sup>102</sup> Dies entspricht der erwarteten Rendite des Kreditfonds durch die Investoren, die innerhalb der Bandbreite von 5 % bis 7 % liegt und zu der im Kapitel 4.4.1 gemachten Angabe für den europäischen Markt. Allerdings lag an zweiter Position in unserer Umfrage die erwartete Rendite des Kreditfonds nur zwischen 3 % und 5 %, und damit eher im Bereich der Senior-Tranche in Deutschland, die bei guten Bonitäten unterhalb des europäischen Durchschnitts liegen dürfte. Dass die Abfrage von Steinbeiss eher für den europäischen Markt gilt, zeigt auch die Renditeerwartung für die Junior/ Subordinated Tranche, die in der Steinbeiss-Studie bei 13 % lag, wogegen die BAI-Studie für Deutschland bei Renditeerwartungen generell keine Treffer jenseits von 12 % erzielen konnte. Hier dürften die Erwartungen der Investoren in den beiden vorliegenden Intervallen verarbeitet worden sein: im Bereich von 7 % bis 10 % und im Bereich von 10 % bis 12 %. Denn die Interviews mit den Asset-Managern im vorherigen Kapitel bestätigten, dass Renditen in Deutschland über 9 % nur unter Beimischung von nachrangigen Tranchen oder Sekundärmarkttransaktionen möglich sind.

Bei der Frage, ob Sponsored- oder Non-Sponsored-Transaktionen von den Investoren bevorzugt werden, ist das Bild der beiden Studien ebenfalls uneinheitlich. So bevorzugen in der Steinbeiss-Studie 32 % der Investoren Sponsored-Transaktionen, 25 % lehnen diese ab.<sup>103</sup> In der BAI-Studie gaben hingegen 67 % der Investoren an eher in Sponsored-Unternehmenskredite zu investieren als in Non-Sponsored (33 %), und dass obwohl die Investoren in der Regel keinen direkten Kontakt zu den Private-Equity-Eigentümern haben, sondern nur den Kreditfonds-Manager kennen. Diese deutliche Abweichung kann zum einen durch die Art der Fragestellung induziert sein; so konnten die Investoren in der Steinbeiss-Studie auch „unentschlossen“ (43 %) wählen, während in der BAI-Studie eine Entscheidung „erzwungen“ wurde (Ja/Nein-Antwort). Zum anderen muss auch hier wieder auf den unterschiedlichen Schwerpunkt der teilnehmenden Investoren geschaut werden. Denn große Versicherungsgesellschaften verfügen über mehr Anlagekapital als Pensionsfonds und müssen auch die Solvency II Regulierung mit ihrem Durchschau-Prinzip beachten und damit die einzelnen Engagements in einem Kreditfonds im Blick behalten. Dies mag bei der Sponsored-Kreditvergabe von der Anzahl her geringer sein als bei der Non-Sponsored-Kreditvergabe. Pensionsfonds hingegen unterliegen der Anlageverordnung, die die Investitionen in bestimmte Rubriken einteilt, ohne eine detaillierte Pflicht zur laufenden Einzelkontrolle.

Die Regulierung hingegen ist wieder ein Bereich, der in beiden Studien durchaus kritisch beurteilt wird. So können laut der Steinbeiss-Studie rund 55 % der befragten Investoren keine Einschätzung zu den einzelnen Rubriken der Anlageverordnung selbstständig tätigen.<sup>104</sup> Auch in der BAI-Studie gaben 52 % der befragten Investoren an, die Einordnung nach der Anlageverordnung sei schwierig bzw. ohne externe Hilfe nicht zu stemmen. Zudem sehen auch von den großen Versicherungsgesellschaften rund 32 % der Investoren das Durchschau-Prinzip in der Umsetzung nicht als einfach an. Die Steinbeiss-Studie ergab bei einer etwas abgewandelten Fragestellung (regulatorische Hemm-

---

<sup>102</sup> Vgl. zur Durchschnitts-Renditeerwartung, Steinbeiss-Studie, S. 48

<sup>103</sup> Vgl. Steinbeiss-Studie, S. 54

<sup>104</sup> Vgl. Steinbeiss-Studie, S. 32

nisse) einen Wert von rund 26 %, die in der Regulatorik insgesamt ein „sehr wichtiges“ Hemmnis sehen und rund 40 % die immer noch die Regulatorik als ein „wichtiges“ Hemmnis erkennen. Die regulatorischen Hemmnisse kommen damit in der Steinbeiss-Studie auf den zweiten Platz der Hindernisse für eine Ausweitung von Private Debt in Deutschland und liegen nur knapp hinter dem „fehlenden Know-How“ und noch vor dem Punkt „komplexer Marktzugang“.<sup>105</sup>

Dieser schwierige Marktzugang ist auch der Grund, warum – laut Steinbeiss-Studie – rund 88 % der Manager den Zugang zu den Kreditfonds vor allem über die (bekannten) Manager wählen.<sup>106</sup> Dies begünstigt in der Regel die Kreditfonds-Manager, die bereits im Markt etabliert sind und macht das Geschäft von Neueinsteigern schwierig. Auch in der BAI-Studie ist der Kontakt zum Fondsmanager wichtig, erhält jedoch Zustimmungswerte von nur rund 41 %. Diese große Differenz lässt sich mit der unterschiedlichen Fragestellung erklären: In der BAI-Studie konnte auch der Kontakt über einen Finanzvermittler zu einem Kreditfonds ausgewählt werden, in der Steinbeiss-Studie wurde nur nach dem präferierten Zugangsweg gefragt und nach Manager, Dachfonds und direktem Investment unterschieden. Da der Finanzvermittler auf rund 55 % Anteil kommt, liegt die BAI-Studie – unter der Prämisse, dass alle Finanzvermittler Kreditfonds vermitteln – beim direkten bzw. indirekten (Finanzvermittler) Kontakt zum Fonds bei rund 96 %, sodass diese beiden Ergebnisse zumindest in dieselbe Richtung laufen.

Bei den Erfahrungen der Investoren mit dem Produkt Corporate Private Debt kommen beide Studien hingegen zu fast identischen Ergebnissen. So ergab die Steinbeiss-Umfrage, dass rund 40 % der befragten Investoren mehr als fünf Jahre Erfahrung mit dieser Anlageklasse aufweisen können.<sup>107</sup> Bei der BAI-Studie lag dieser Wert bei rund 42 % der befragten Investoren.

Zusammenfassend betrachtet korrelieren die Aussagen der Steinbeiss-Studie, die gleiche oder ähnliche Fragestellungen beinhalten, mit denen der BAI-Studie; dort wo es erhebliche Abweichungen gibt, erscheinen diese durch die unterschiedlichen Anteile der jeweiligen Investoren induziert oder durch die unterschiedliche Fragestellung bedingt zu sein.

#### **Alternative Credit Council & Dechert LLP**

Neben der europäischen Steinbeiss-Studie gibt es weitere globale Überblicke über den Bereich Private Debt, wobei wir für den Vergleich mit der BAI-Studie den Überblick Financing the Economy unter der Federführung des Alternative Credit Council (ACC) herausgesucht haben.<sup>108</sup> Zwar lassen sich aus diesen aggregierten Zahlen kaum noch detaillierte Informationen über den deutschen Markt herausziehen, einige Vergleiche sind aber dennoch erhellend. Auch hier ist zu beachten, dass die Definition von Private Debt bzw. Corporate Private Debt abweichen kann.

Ein Ergebnis der globalen Studie des ACC ist, dass weltweit rund 42 % der Investoren besicherte Senior-Tranchen nachfragen.<sup>109</sup> In Deutschland sind es in der BAI-Studie sogar 58 %, was angesichts der Risikoaversion deutscher Investoren im Verhältnis zu angel-sächsischen Investoren nicht weiter verwunderlich ist. Rechnet man zusätzlich noch die unbesicherten Senior-Tranchen hinzu, so kommt man auf einen weltweiten Anteil von rund 53 %. Hierbei sind unbesicherte Senior-Tranchen nicht zwangsläufig risikoreicher.

Vollkommen anders als der deutsche Markt und damit die Ergebnisse der BAI-Studie ist hingegen der Vergleich zwischen Investitionen in Unitranchen in Deutschland und in der Welt. Während weltweit nur 16 % der Investoren diese Tranche nachfragen, sind es in Deutschland rund 45 %, die sich ein Engagement in diese Tranche vorstellen können.

---

<sup>105</sup> Vgl. Steinbeiss-Studie, S. 59

<sup>106</sup> Vgl. Steinbeiss-Studie, S. 61

<sup>107</sup> Vgl. Steinbeiss-Studie, S. 34

<sup>108</sup> Vgl. ACC, AIMA und Dechert: Financing the Economy 2018 – The role of private credit managers in supporting economic growth, November 2018 – im Folgenden kurz: Financing the Economy 2018

<sup>109</sup> Vgl. Financing the Economy 2018, S. 24

Bei anderen Details wie dem Sitzland<sup>110</sup> oder die Einflussnahme auf die Kreditvergaben<sup>111</sup> ist die Abweichung jedoch immens. Dies hängt zum einen damit zusammen, dass Deutschland im Bereich Private Debt noch ein Entwicklungsland ist und dass die Perspektiven für Private Debt in Deutschland, aufgrund der starken Stellung der vielen regionalen, kleineren Banken (Sparkassen, Genossenschaftsbanken) und deren Stärke im Bereich Senior-Tranche, nicht den Wachstumspfadern folgen werden (können), wie dies z. B. in Großbritannien oder den USA der Fall ist. Zudem weicht die Definition von „Mittelstand“ in den einzelnen Ländern deutlich voneinander ab. So beginnt Mittelstand in den angelsächsischen Ländern erst bei 25 Mio. US\$ EBITDA<sup>112</sup>, während in Deutschland schon ab 10 Mio. Euro EBITDA von Mittelstand gesprochen wird. Dieser hat in Deutschland zudem einen wesentlich größeren Anteil am Bruttoinlandsprodukt, als dies in anderen Ländern der Fall ist. Diese wenigen Punkte aus dem globalen Vergleich zeigen<sup>113</sup>, dass zwar Investoren vielleicht global ähnlich agieren, dass aber vor allem der Markt für Private Debt, und somit auch der für Corporate Private Debt, in Deutschland (noch) wesentlich anders funktioniert und sich daher auch anders entwickelt. Daher können die globalen oder amerikanischen Erfahrungen aus diesem Bereich nicht auf den deutschen Markt mit seiner speziellen Wirtschaftsstruktur übertragen oder hochgerechnet werden.

## **Kapitel 8: Kreditfonds in Deutschland – Zusammenfassung der Umfrage und Ausblick**

### **Der deutsche Kreditfondsmarkt ist noch sehr klein**

Der Markt für Unternehmenskredite von Nicht-Banken steckt in Deutschland noch in den Kinderschuhen. Derzeit gibt es nur rund 35 reine Unternehmenskreditfonds, die in Deutschland aktiv sind und nicht nur Unternehmenskredite allein an in Deutschland ansässige Firmen vergeben. Oft agieren diese Kreditfonds europaweit, sodass deren rein deutscher Anteil zumeist zwischen 10 % und 30 % liegt. Denn bisher finanzieren in Deutschland nur wenige Firmen über einen Kreditfonds, sodass es schwierig ist, einen Kreditfonds ausreichend zu diversifizieren, der nur deutsche Kreditnehmer beinhaltet. Dies kann sich aber mit weiterem Wachstum des Kreditfondsmarktes in Deutschland ändern.

### **Luxemburg ist der bevorzugte Standort für in Deutschland aktive Kreditfonds**

Aufgrund der europäischen Ausrichtung der meisten Kreditfonds haben diese ihren Sitz vorwiegend in Luxemburg. Nur weniger als eine Handvoll Kreditfonds sitzen derzeit in Deutschland. Diese Fonds sind in den Bereichen Restrukturierung (Distressed Debt) und Sondersituationen aktiv und haben ein Fondsvolumen, welches zumeist unter 250 Mio. Euro liegt. In dieser Größenordnung kann die deutsche Regulierung von Vorteil für die Gründung eines Kreditfonds sein.

### **Anteilmäßig größter deutscher Kreditfondsmarkt liegt bei Volumen unter 250 Mio. Euro**

Nicht alle Kreditfonds, die in Deutschland aktiv sind und ein Volumen unter 250 Mio. Euro haben, finanzieren nur Distressed Debt oder Sondersituation. Viele Manager, die neu in den Kreditfondsmarkt eintreten, beginnen zunächst mit einem kleinen Fonds. Auch Kreditfonds von erfahrenden Managern, die vorwiegend kleine Unternehmenskredite vergeben, sowie Dachfonds befinden sich in diesem (der Umfrage nach) anteilmäßig größten deutschen Kreditfondsmarktbereich.

### **Finanziert werden der deutsche Mittelstand mit EBITDA-Größen zwischen 5 Mio. und 25 Mio. Euro**

Im Falle der klassischen Unternehmensfinanzierung (Performing Loans) finanzieren die Kreditfonds vor allem das Wachstum der Firmen und Firmenübernahmen. Hierbei fokussieren sich die Kreditfonds auf den deutschen Mittelstand. Weder die Kleinunternehmen noch die großen, zumeist kapitalmarktfähigen Unternehmen werden primär von den Kreditfonds finanziert. Ihre Kundschaft sind vorwiegend Unternehmen mit einem EBITDA

---

<sup>110</sup> Vgl. Financing the Economy 2018, S. 41

<sup>111</sup> Vgl. Financing the Economy 2018, S. 26 – Managed Accounts

<sup>112</sup> Vgl. Financing the Economy 2018, S. 9 in Verbindung mit S. 15

<sup>113</sup> Es wurde auf die komplette Aufzählung der unterschiedlichen Entwicklungen verzichtet.

zwischen 5 Mio. und 25 Mio. Euro und dementsprechend mit einem Umsatz von 25 Mio. bis 75 Mio. Euro. Hierbei werden auch kleine Kredithöhen zwischen 2,5 Mio. und 5 Mio. Euro bedient. Allerdings verbleibt die Fremdfinanzierung von Kleinunternehmen noch immer in den Händen der Banken und hier in erster Linie in den Büchern der öffentlich-rechtlichen Sparkassen und der Genossenschaftsbanken. In diesem Bereich fällt es den Kreditfonds noch schwer, entsprechende Kontakte aufzubauen, um so auch kleinere Kreditnehmer bedienen zu können. Auch zukünftig wird das ein Bereich sein, den die Banken unter sich aufteilen werden. Die eigentliche Domäne der Kreditfonds ist aber das Kreditvolumen zwischen 5 Mio. Euro und 100 Mio. Euro, und damit ein Bedarf, der vom unteren Mittelstand bis zum größeren Mittelstand reicht. Volumina über 100 Mio. Euro werden bisher von Kreditfonds nur getätigt, wenn es sich um gute Bonitäten mit einer niedrigen Verschuldung handelt und damit um Adressen, um die auch die Banken buhlen. Die Fonds können hierbei teilweise durch eine schnellere Bearbeitung des Kreditantrages und durch die Finanzierung aus nur einer Hand gegenüber den Banken punkten, die ab einem Volumen von 100 Mio. Euro in der Regel andere Banken miteinbeziehen (Syndizierung). Gerade in speziellen Unternehmenssituationen wie einem zyklischen Geschäftsverlauf oder bei der Finanzierung eines schnellen Wachstums von Unternehmen sind die Kreditfonds den Banken auch in dieser Kredithöhe überlegen.

### **Kreditfonds finanzieren Unternehmen im oberen Sub-Investment-Grade-Bereich**

Kreditfonds finanzieren überwiegend Unternehmen im oberen Sub-Investment-Grade-Bereich und nur wenige Unternehmen im Investment-Grade-Bereich, der vorwiegend noch von den Banken dominiert wird. Denn im Sub-Investment-Grade-Bereich ist zum einen die Konkurrenz durch die Banken, die sich vorwiegend im A-Bereich engagieren, nicht so groß und zum anderen, können hier auskömmliche Renditen für die Investoren erwirtschaftet werden.

### **Die Rendite für eine Kreditfonds-Senior-Tranche liegt zwischen 5 % und 7 %**

Es ist allerdings schwierig, einen reinen deutschen Renditedurchschnitt zu beziffern. Da viele Fonds nur teilweise in Deutschland investiert sind, entspricht die Fondsrendite eher dem europäischen Durchschnitt. Rein deutsche Kreditfonds haben bisher, aufgrund der Fokussierung auf Restrukturierung und Sondersituationen deutlich höhere Renditen, die aber aufgrund des Risikos höher liegen und sich für eine Durchschnittsberechnung nicht eignen. Die durchgeführte Unternehmensumfrage lässt auf eine Durchschnittsrendite bei Senior-Tranchen von 5 % bis 7 % in Deutschland schließen und liegt damit leicht unter dem europäischen Durchschnitt von 6 % bis 8 %. Da aber teilweise die Strukturierungsgebühren als Disagio berechnet werden, fließen diese in die Renditeberechnung mit ein, sodass es – je nach zugrundeliegendem Berechnungszeitraum – zu Abweichungen um mehr als 100 Basispunkte kommen kann.

### **Deutsche Investoren bevorzugen besicherte Senior-Tranchen und Unitranchen**

Deutsche Investoren haben hingegen klare Vorstellung von regelmäßigen Renditezahlungen der Kreditfonds. Diese liegen teilweise unterhalb der Renditen, die die befragten Kreditfonds angegeben haben, was aber an der unterschiedlichen Definition bzw. Auslegung des Begriffes „Rendite“ liegt. Während Kreditfonds hier auch bereits vereinnahmte und zukünftige Erträge in die Berechnung innerhalb eines Drei-Jahre-Zeitraums einfließen lassen (DM3-Renditen), gaben die Investoren vor allem die Rendite ohne unregelmäßige Zusatzerträge an. Daher „begnügen“ sich viele Investoren schon mit Renditen zwischen 3 % und 5 % jeweils in einer Nettobetrachtung. Der Schwerpunkt liegt aber auch hier im Bereich 5 % und 7 % und zeigt damit die Präferenz für die vollbesicherten Senior-Tranchen und Unitranchen.

### **Deutsche Investoren würden auch größere Unternehmen mit EBITDA bis zu 75 Mio. Euro finanzieren**

Einheimischen Investoren sind zudem bereit, Kreditnehmer zu finanzieren, deren EBITDA bis zu 75 Mio. Euro betragen können, sofern die Verschuldung im Senior-Bereich verbleibt. Dies entspricht einer Senior-Tranche mit einem Volumen von rund 250 Mio. Euro als Einzelengagement an einen Kreditnehmer und liegt damit nicht mehr im Kernbereich der meisten in Deutschland aktiven Kreditfonds. Hierbei ist den Investoren immer eine breite Diversifikation des Kreditfonds wichtig, sodass Engagements von 250 Mio. Euro in der Regel in Fonds mit einem Gesamtvolumen von über 2,5 Mrd. Euro vergeben werden sollten. Diese Fonds sind dann aber nicht nur europaweit,

sondern zumeist auch international aktiv. Dies zeigt den unterschiedlichen Entwicklungsstand des Kreditfondsmarktes in Deutschland bei den Nachfragern der Fonds (Investoren) und den Anbieter (Asset-Manager). Während sich unter den deutschen Investoren große, global agierende Versicherungskonzerne, die auch weltweit zu den Größten gehören, befinden, ist die Anbieterseite noch von kleineren Fonds dominiert, da der deutsche Kreditfondsmarkt im Verhältnis zum gesamten deutschen Kreditmarkt noch sehr klein ist. Nur global agierende Asset-Manager legen Kreditfonds im Milliardenbereich auf und investieren dann auch aus Diversifikationsgründen global. Ob es hier eine Entwicklung zu immer größeren Kreditfonds gibt, wie dies auch in der Private-Equity-Branche der Fall ist, scheint eher zweifelhaft; denn die Strukturen der deutschen Wirtschaft werden auch in Zukunft Platz lassen für kleine, spezialisierte Kreditfonds, die kleine Kreditvolumina in „kleinen“ Kreditfonds zusammenfassen werden. Die Nachfrage in Deutschland kommt eben nicht nur von großen, globalen Versicherungskonzernen, sondern auch von Pensionskassen, Versorgungswerken und vielen weiteren, eher kleineren Investoren. Alle Investoren in Deutschland haben aber längst den Kreditfondsmarkt für Unternehmenskredite als festen Bestandteil ihrer Portfolioentscheidung einbezogen und sehen diesen als Alternative zur herkömmlichen Anlage in wenig ertragreiche Anleihen (Fixed Income) an. Von der Nachfrageseite her wird sich daher dieser Markt weiter positiv entwickeln.

### **Deutscher Kreditfondsmarkt funktioniert anders als angel-sächsische Kreditfondsmärkte**

Der deutsche Kreditfondsmarkt wird sich nicht so entwickeln wie z. B. der US-amerikanische, da die Strukturen in der deutschen Wirtschaft komplett anders sind. In den USA ist der Siegeszug der Kreditfonds in erster Linie damit zu begründen, dass durch viele Banken Krisen sich Großbanken gebildet haben, die kleinere Kreditvolumina kaum mehr vergeben. Zudem sind auch kleine Unternehmen oft schon in der Lage den Kapitalmarkt sowohl im Bereich Eigenkapital (Penny Stocks) als auch im Fremdkapitalbereich (Anleihe) anzuzapfen. Dies ist in Deutschland komplett anders. Das dreigliedrige Bankensystem, und hier vor allem der öffentliche und genossenschaftliche Bereich, sorgen für eine breite Kreditversorgung der mittelständisch geprägten Wirtschaft. Zudem versuchen auch die Privatbanken und mit ihnen die (europäischen) Auslandsbanken ihre Aktivitäten im deutschen Mittelstand auszubauen, weil dieser besonders groß und finanziell stabil ist, was in anderen (europäischen) Ländern nicht immer der Fall ist. Denn in Deutschland sind nicht einige, wenige Großkonzerne das Rückgrat der Wirtschaft, sondern die vielen mittelständischen Unternehmen aus dem verarbeitenden Gewerbe, die oft zu den Weltmarktführern in ihrer Nische gehören. Diese haben aber traditionell eine enge Bindung zu ihrer ortsansässigen Bank und finanzieren in der Regel nur über einen Kreditfonds, wenn die Hausbank eine Finanzierung ablehnt oder die Prüfung des Antrages zu lange dauert.

### **Ausblick auf den deutschen Kreditfondsmarkt: Großes Wachstumspotenzial im Mittelstand**

Wie sieht also die zukünftige Entwicklung aus? Die bisherige Marktentwicklung zeigt es schon. Im unteren Segment wird es auch zukünftig für die Kreditfonds in Konkurrenz zur ortsansässigen Bank schwierig bleiben. Bei EBITDA-Größen unterhalb von 5 Mio. Euro werden daher die Banken weiterhin stark bleiben. Aber auch bei EBITDA-Größen jenseits von 75 Mio. Euro werden Banken die Kreditfinanzierung dominieren – hier vor allem die Privatbanken. Im mittleren Bereich hingegen werden die Kreditfonds weiterwachsen können. Hier werden für den Mittelstand vorwiegend Wachstums- und Übernahmefinanzierungen bereitgestellt werden, deren Bonitäten unterhalb des A-Bereiches liegen und die über kein (offizielles) Rating verfügen.

Aber gerade dieser Bereich ist in der deutschen Wirtschaft besonders groß und die Kreditfonds haben bisher erst an der Oberfläche gekratzt, denn die vorliegende Berechnung in dieser Studie geht von einer Unternehmensanzahl von rund 3.148 potenziellen Unternehmen aus, die für eine Kreditfondsfinanzierung derzeit schon infrage kommen würden. Diese Zahl wird in Zukunft noch steigen können, denn die Auswertung basiert auf den derzeitigen Marktkriterien des Kreditfondsmarktes. Mit zunehmender Verbreitung der Kreditfonds wird diese Unternehmenszahl weiter steigen. Deutschland ist der größte Markt innerhalb Europas und birgt noch ein hervorragendes Wachstumspotenzial für Kreditfonds, selbst wenn die gute Konjunktur nachlassen sollte. Denn Kreditfonds haben gerade bei Restrukturierungen und in schwierigen Unternehmenssituationen, durch die enge Begleitung der laufenden Kredite, die Nase vorne, wogegen sich Banken in solchen Situationen eher schwertun. Daher sind Kreditfonds auch für zukünftige Abschwünge in der deutschen Wirtschaft gut gerüstet. Sie werden daher wie in den vergangenen Jahren vermehrt in notleidende Kredite investieren, und somit die Banken entlasten, was sonst keine andere marktbasierende Institution

leisten kann. Durch diese Fähigkeit der Kreditfonds auch in schwierigen Zeiten Geschäft zu generieren, wird ihre Bekanntheit in der mittelständischen deutschen Wirtschaft weiter zunehmen und die Kreditfonds werden mehr als Ergänzung zur Bank gesehen und nicht primär als Konkurrenz.

Dass es aber zu US-amerikanischen Verhältnisse kommt, bei denen die Kreditfonds den Löwenanteil der kreditbasierten Finanzierungen stemmen, ist in Deutschland eher unwahrscheinlich. Selbst wenn es Verbesserungen im Bereich der Regulatorik geben sollte, die von vielen immer noch als hinderlich angesehen wird, wird dies nicht die Bäume in den Himmel wachsen lassen. Der Kreditfonds wird aber seinen Anteil an der Unternehmenskreditfinanzierung der deutschen Wirtschaft weiter ausbauen und zukünftig auf Augenhöhe mit den deutschen Banken die Finanzierung der deutschen Wirtschaft bereitstellen.

## Danksagung

Besonderen Dank gebührt den BAI-Mitgliedsunternehmen Creditreform Rating AG (Dr. Benjamin Mohr und Jochen Schweizer) und BB Alternatives Partners GmbH (Sabine Fischer und Alexander Bode), die insbesondere im Kapitel 5, der Unternehmensumfrage, und im Kapitel 6, der Asset-Manager-Umfrage, den Verband aktiv unterstützt haben. Auch Herrn Michael Bommer aus dem BAI gebührt dank für die federführende Erstellung des Überblicks der regulatorischen und rechtlichen Vorgaben im Kapitel 3. Des Weiteren dankt der BAI den Unternehmen Yielco Investment AG (Dr. Matthias Unser), Solutio AG (Robert Massing), Pemberton Asset Management GmbH (Ralph Hora und Jürgen Breuer), BlackRock Investment Management Ltd. German Branch (Ingo Heinen und Dr. Theo Weber), KPMG Luxemburg (Nic Müller), Pantheon Ventures LLP (Ralph Günther) und Acatia GmbH (Thomas Schmitt), sowie den BAI-Vorstandsmitgliedern Matthias Erb, Andreas Kalusche und Achim Pütz und dem BAI-Geschäftsführer Frank Dornseifer, die als Mitglieder der Steuerungsgruppe die Erstellung der Studie fachlich unterstützten.

## Literaturverzeichnis

- Alternative Credit Council (ACC), Alternative Investment Management Association (AIMA) & Dechert LLP: Financing the Economy 2018, 2018 – kurz: Financing the Economy 2018
- ARES, Opportunities in Global Direct Lending, Market Insight, April 2018
- Association of the Luxembourg Fund Industry (ALFI): Debt Funds, November 2018
- BAI Alternative Survey 2018, abrufbar unter [www.bvai.de](http://www.bvai.de)
- BAI-Webinar, Debt Fonds – Part 2 von 6; Witteck, Dr., Nick - Kanzlei Jones Day: So sieht's aus – Gängige Strukturen, Fallbeispiele und Strukturierungsparameter, 15.09.2016
- BAI-Webinar, Debt Fonds – Solvency II Spezial; Schulze, Dr., Roman – KPMG: Solvency II und Private Debt Fonds, 01.12.2016
- Bode, Alexander und Fischer, Sabine: First-out-/Second-out-Strukturen im Corporate Direct Lending – so schlecht wie ihr Ruf?, Veröffentlichung von BB Alternatives Partners, Köln, 2018
- Börsen-Zeitung: Debt-Fonds feste Größe am Finanzierungsmarkt, 05.06.2018
- Börsen-Zeitung: Hannover Finanz will Finanzierungslücke schließen, 25.05.2018
- Börsen-Zeitung: Schuldscheinmarkt bricht ein, 05.07.2018
- Breuer, Jürgen: Die volkswirtschaftliche Dimension des Wirkens von Kreditfonds in Europa, Presseerklärung der Pemberton Asset Management Holdings Ltd., August 2018
- Bundesanstalt für Finanzaufsicht (BaFin), BaFin-Rundschreiben: Mindestanforderungen an das Risikomanagement – MaRisk, Geschäftszeichen BA 54-FR 2210-2017/0002, 27.10.2017
- Bundesanstalt für Finanzaufsicht (BaFin), Kapitalanlagerundschreiben 11/2017: Hinweis zur Anlage des Sicherungsvermögens von Erstversicherungsunternehmen, auf welche die Vorschriften für kleine Versicherungsunternehmen (§§ 212 bis 217 VAG) Anwendung finden, sowie von inländischen Pensionskassen und Pensionsfonds, 12.12.2017
- Bundesanstalt für Finanzaufsicht (BaFin): BaFin-Schreiben, Geschäftszeichen WA 41-Wp 2100 – 2015/0001, Bonn, 12.05.2015
- Bundesministerium der Finanzen: Verordnung über die Anlage des Sicherungsvermögens von Pensionskassen, Sterbekassen und kleinen Versicherungsunternehmen (Anlageverordnung-AnIV) Bundesgesetzblatt I S.4234, 01.04.2015
- Bundesministerium der Finanzen (federführend) und Deutscher Bundestag: Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), 04.07.2013 (BGBl I, S. 1981)
- Bundesverband deutscher Banken: Kreditnachfrage und Finanzierungsbedingungen im 3. Quartal 2018, Blog, Berlin, 27.11.2018
- CFIn – Research Center of Financial Services der Steinbeiss-Hochschule: Private Debt im Portfoliokontext – Schwerpunkt Corporate Private Debt, München, April 2018 – kurz: Steinbeiss-Studie
- Deloitte: Insights into the European Alternative Lending Market, Alternative Lender Deal Tracker, Herbst 2018
- Doefert, Andreas: Mehr Flexibilität durch Private Debt auch im Mittelstand, Artikel in der Börsen-Zeitung, 16.06.2018
- Echter, Dr., Constantin: Spannend, aber komplex: Private Debt, Portfolio-Institutionell, Interview, September 2018

- Europäisches Parlament und Europäischer Rat: Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2014/91/U zur Änderung der Richtlinie 2009/65/EG, 23.07.2014
- Europäisches Parlament und Europäischer Rat: Verordnung 2015/760 über europäische langfristige Investmentfonds, 29.04.2015
- Europäisches Parlament und Europäischer Rat: Verordnung 345/2013 über europäische Risikokapitalfonds, 17.04.2013 in geänderter Fassung vom 01.03.2018
- Europäisches Parlament und Europäischer Rat: Verordnung 346/2013 über europäische Fonds für soziales Unternehmertum, 17.04.2013 in geänderter Fassung vom 01.03.2018
- Europäische Union, Amtsblatt L 12, 58. Jahrgang, 17.01.2015 – Delegierte Verordnung EU 2015/35 der Kommission vom 10. Okt. 2014 zur Ergänzung der Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit (Solvabilität II)
- Eurostat: Schlüsseldaten für Europa (Reales BIP-Wachstum, EU-28, 2000-2017), 2018
- Grede, Thorsten: Aufstieg des alternativen Kapitals, Handelsblatt, 26.01.2018
- Habdank, Philipp: Private-Equity-Branche macht sich Sorgen, Finance Magazin, 25.09.2018
- Hock, Martin: Sinkende Fondsgebühren – Die Angst vor der alles verändernden Idee, Frankfurter Allgemeinen Zeitung, 26.10.2018
- Idinvest Partners: Chancen nutzen: Private Debt in Europa, Paris, 2018
- Kleine, Prof. Dr., Jens; Massing, Robert; Peschke, Thomas: Private Debt im Portfoliokontext, Absolut Report 03/2018, Juni 2018
- Klueppel, Olya und Nowak, Natalia: Mehr Spielraum statt Verwässerung – so funktioniert Venture Debt, VC Magazin.de, 07.10.2013
- Köhler, Peter: Private Kreditfonds wachsen ungebrems – und brechen zahlreiche Rekorde, Handelsblatt, 12.08.2018
- KPMG & ALFI: Loan Fund Survey 2017
- KPMG & ALFI: Loan Fund Survey 2018
- Kröner, Andreas und Osman, Yasmin: Der unheimliche Schuldenboom der deutschen Banken beunruhigt die Aufseher, Handelsblatt, 17.10.2018
- Muzinich, Idinvest und CVC Credit: Pressemitteilung zur Finanzierung der Übernahme von Halex Holding GmbH durch Bencis Capital Partners BV, abrufbar unter [www.debtwire.com](http://www.debtwire.com) oder unter den genannten Kreditfondsanbieter
- NN Investment Partners: Markt für europäische Hochzinsanleihen eröffnet schon bald guten Einstiegszeitpunkt, Marktkommentar, 17.07.2018
- Preqin: 2018 Preqin Global Private Debt Report, 2018
- Singh, Inder Bir: Private Debt: Finanzierung für den Mittelstand, IKB Valin Funds, Düsseldorf, März 2016
- Spanier, Dominik: Banken kooperieren verstärkt mit Kreditfonds, Interview im Handelsblatt, 26.01.2018
- TRIBRating Credit Research: Bis zu einem Drittel der europäischen KMU & MidCaps haben eine gute Bonität, 21.11.2018 – Originaldaten von Euler Hermes Rating GmbH und Moody's Investors Service



## Gunnar Brüggemann

Referent/Senior Analyst  
Dipl.- Volkswirt & Dipl.- Kaufmann

+49 (0)228-96987-15  
[brueggemann@bvai.de](mailto:brueggemann@bvai.de)

Der Bundesverband Alternative Investments e. V. (BAI) ist die zentrale Interessenvertretung der Alternative Investments-Branche in Deutschland. Der Verband versteht sich als Katalysator zwischen professionellen deutschen Investoren und anerkannten Anbietern von Alternative Investments-Produkten weltweit. Er setzt sich dafür ein, dass deutsche institutionelle bzw. professionelle Investoren ihre Kapitalanlage im Hinblick auf Alternative Investments, insbesondere mit Augenmerk auf die langfristige Sicherung der deutschen Altersvorsorge, einfacher und besser diversifizieren können. Der BAI fördert den Bekanntheitsgrad sowie das Verständnis für alternative Anlagen in der Öffentlichkeit und setzt sich für die wissenschaftliche Forschung ein. Er führt den Dialog mit den politischen Entscheidungsträgern sowie den zuständigen Aufsichtsbehörden und pflegt den Austausch mit nationalen und internationalen Organisationen und Verbänden. Der Verband verfolgt das Ziel, gesetzliche Reformen sowie eine Rechtsfortbildung im Interesse der Mitglieder und deren Anleger zu erreichen und attraktive und international wettbewerbsfähige Rahmenbedingungen für die Anlage in Alternative Investments zu schaffen. Der Kreis der BAI-Mitglieder, die sich aus allen Bereichen des professionellen Alternative Investments-Geschäfts rekrutieren, ist auf rund 200 Unternehmen angewachsen.

