



THINKTANKsurvey
PRIVATE DEBT

AUGUST 2021


SURVEY PRIVATE DEBT

Ausgabe 1, Sommer 2021



INHALT

MANAGER UND FONDS	3
MARKT	8
SCHWERPUNKTTHEMA KRISE.....	10
SCHWERPUNKTTHEMA ESG.....	14
STIMMUNGSBAROMETER.....	17



SURVEY PRIVATE DEBT

SOMMER 2021

Private Debt ist in Deutschland noch immer ein vergleichsweise junges Phänomen. Der Siegeszug der Kreditfonds begann nach der Finanzkrise – vor allem bei mittelständischen Private-Equity-Finanzierungen, wo Private Debt den Banken zunehmend das Wasser abgräbt. Schwerer haben sich die alternativen Finanziere im Corporate Lending getan, doch auch hier sehen wir zunehmend Deals. Durch die Pandemie erfährt die junge Branche jetzt ihren ersten Stresstest. Darum haben wir in der ersten Ausgabe einen unserer beiden Schwerpunkte auf das Thema Krise gelegt. Wir richten den Blick aber auch nach vorn und schauen, wie die Debt Funds mit dem gesellschaftlichen Megatrend ESG umgehen.

Keiner hat das Ohr so nah am Markt und ist so eng mit Private-Equity-Investoren, Intermediären und Unternehmen im Austausch wie die Investment-Manager von Debt Funds. Darum sind sie ein hervorragender Pulsmesser für das Leveraged-Finance-Geschäft, aber auch für den Wandel in der klassischen Unternehmensfinanzierung. Und darum fragen wir sie halbjährlich nach ihrem Befinden, ihrer Marktbeobachtung und ihrer Meinung.

MANAGER UND FONDS

Die Pandemie hat den deutschen Leveraged-Finance-Markt nur kurzzeitig geschockt. Die für Private Debt so wichtigen Private-Equity-Deals sind längst wieder da. Die Branche hat den Krisenmodus erstaunlich schnell verlassen und auf Angriff geschaltet – auch weil sich der Schaden in den Kreditportfolios der Fonds bislang in Grenzen hält. Die Stimmung bei den Investment-Managern ist aktuell ausgesprochen gut – sogar besser als bei den Firmenkundenbankern –, aber sie sind nicht sorglos. Viele Debt-Fund-Manager glauben, dass die Corona-bedingte Restrukturierungswelle erst noch bevorsteht. Und dann wartet noch der gesellschaftliche Megatrend ESG auf Umsetzung – ein Thema, dem sich Private Debt stellen muss, obwohl die Branche darin keine Renditechancen sieht.



Philipp Habdank

Redakteur
FINANCE Think Tank

✉ philipp.habdank@finance-thinktank.de

CORONAKRISE, WAR DA WAS?

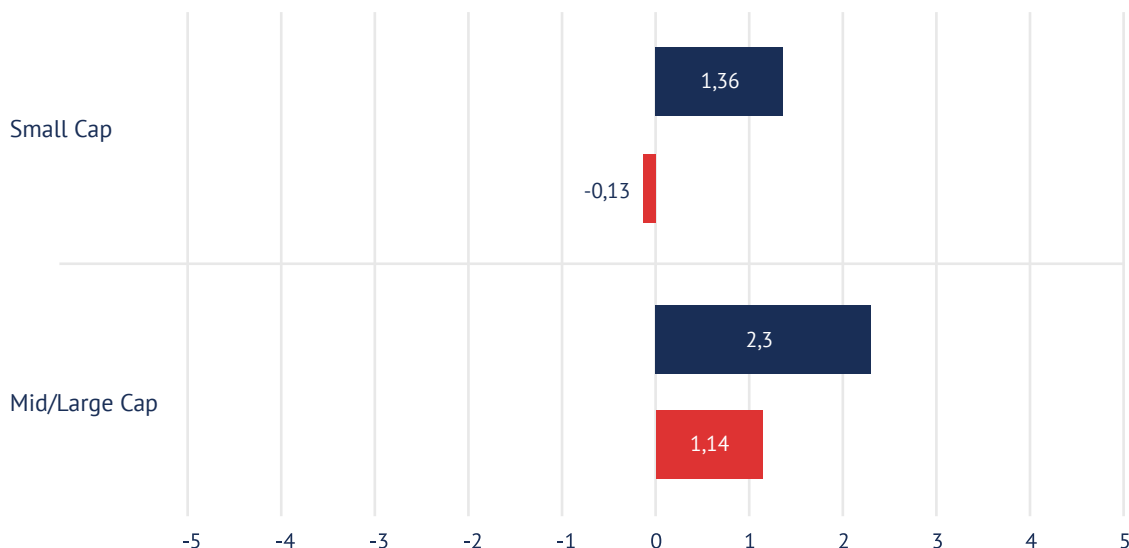
Es läuft wieder rund für Private Equity – und damit fast zwangsläufig auch für Private Debt. Die Coronakrise schockte den Leveraged-Finance-Markt rückblickend nur kurz. Die Private-Equity-Deals sind längst zurück und der mittelständische Leveraged-Finance-Markt steuert 2021 auf ein Rekordjahr zu, was auch die Debt Funds freut. Im Schnitt bekamen die Fonds-Manager im ersten halben Jahr überdurchschnittlich viele Transaktionen zu sehen.

Aber: Die Small- und Mid/Large-Cap-Investoren nehmen den Markt unterschiedlich wahr. Beim Dealflow der „Großen“ stimmten sowohl die Quantität als auch die Qualität. Die „Kleinen“ dagegen sahen in den vergangenen sechs Monaten im Vergleich zum Vorjahreszeitraum qualitativ schlechtere Unternehmen am Markt.

Sehen wir hier einen Corona-Effekt? Kleine Private-Equity-Transaktionen sind 2020 auch in der kritischen Phase im April/Mai durchgegangen, während größere Transaktionen auf Eis gelegt oder verschoben wurden. Von diesem Nachholeffekt könnten die Mid und Large Caps im ersten Halbjahr 2021 profitiert haben – das erklärt die höhere Quantität an Deals. Die im Schnitt höhere Krisenresilienz größerer Unternehmen dürfte die bessere Qualität erklären.

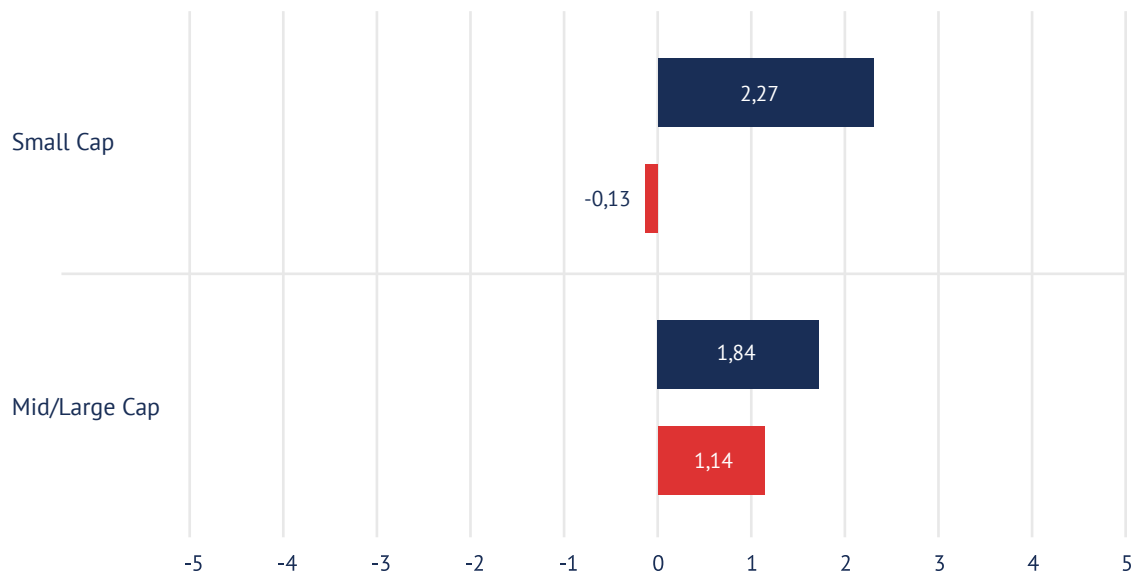
The bigger the better

- Wie hat sich Ihr Dealflow in der DACH-Region in den zurückliegenden sechs Monaten im Vergleich zum Vorjahreszeitraum entwickelt? (Durchschnitt | Skala von -5 = stark unterdurchschnittlich, 0 = durchschnittlich bis +5 = stark überdurchschnittlich)
- Wie hat sich die Qualität der angebotenen Assets im Markt in den vergangenen sechs Monaten in der DACH-Region verändert? (Durchschnitt | Skala von -5 = deutlich verschlechtert, 0 = unverändert bis +5 = deutlich verbessert)



Große Unterschiede im Portfolio zwischen Small und Mid/Large Cap

- Wie hat sich die Qualität Ihres Portfolios in den vergangenen sechs Monaten verändert?
 - Wie hat sich die Qualität der angebotenen Assets im Markt in den vergangenen sechs Monaten in der DACH-Region verändert?
- (Durchschnitt | Skala von -5 = deutlich verschlechtert, 0 = unverändert bis +5 = deutlich verbessert)



DIE EVOLUTION DER UNITRANCHE

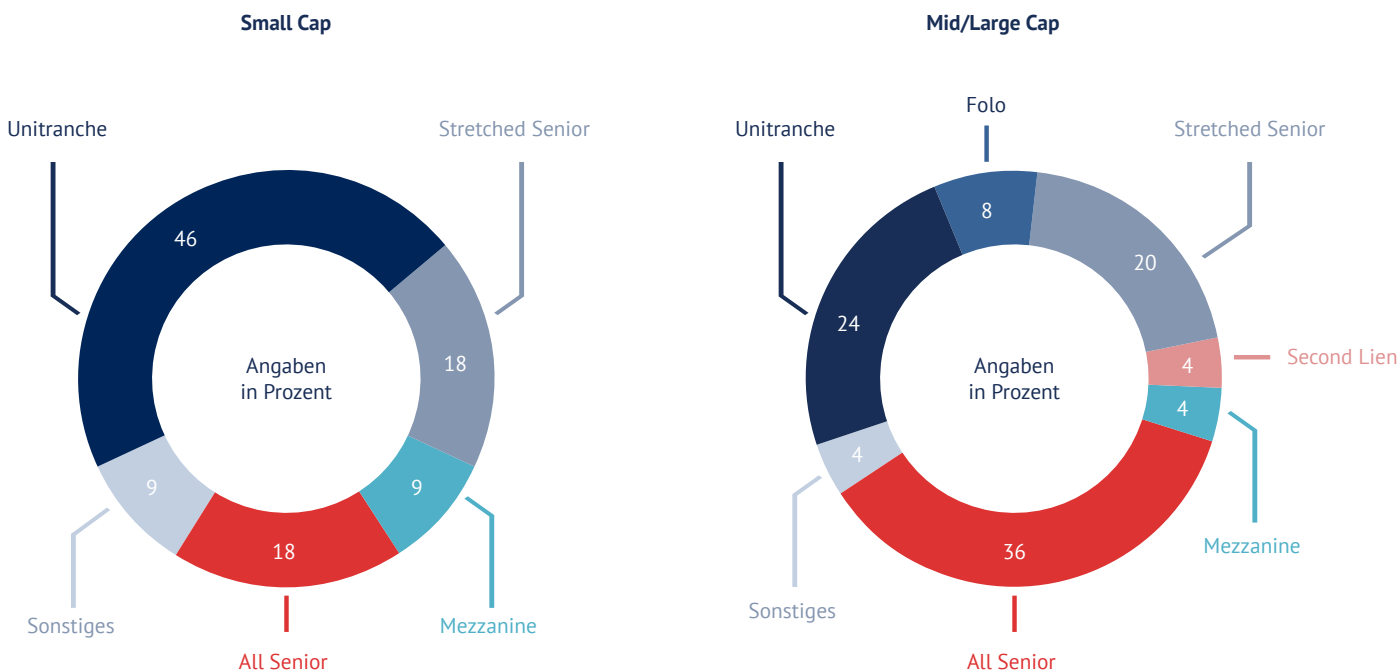
Mit der Unitranche wurde Private Debt bekannt. Sie löste die bis dahin gängige Finanzierungs-kombi aus Senior-Finanzierung und Mezzanine ab. Für viele Fonds ist sie neben der reinen Senior-Finanzierung auch heute noch das Lieblingsprodukt. Das ist allerdings stark von der Größe abhängig: Fast jeder zweite Small Cap Fund nutzt die Unitranche am liebsten, bei den Mid und Large Caps nur jeder vierte.

Über die Jahre hat sich die Unitranche aber weiterentwickelt. Zunächst kamen die sogenannten Folo-Strukturen in Mode. Dabei teilen sich eine Bank (First out, „Fo“) und ein Debt Fund (Last out, „Lo“) eine Unitranche auf. Da sich der Fonds in dieser Struktur gegenüber der Bank im strukturellen Nachrang befindet, ist die Fonds-Tranche teurer als die der Bank. Das Modell ist für Kreditnehmer interessant, da durch die Beimischung der Bank-Tranche die Finanzierungskosten günstiger ausfallen als bei der traditionellen Unitranche eines Debt Funds.

Es gibt inzwischen aber noch eine weitere Alternative zur traditionellen Unitranche: Stretched Senior. Im Prinzip handelt es sich hierbei um eine Finanzierung, die gemessen am Leverage deutlich aggressiver als eine Senior-Finanzierung, aber noch konservativer als die Unitranche ist – eine Finanzierungsstruktur, die heute zwar noch nicht jeder Debt Fund anbieten darf, immerhin aber schon jeder fünfte Debt-Fund-Manager am häufigsten nutzt.

Senior-Finanzierung auf der Streckbank

» Welches Finanzierungsinstrument wird von Ihnen derzeit am häufigsten genutzt?



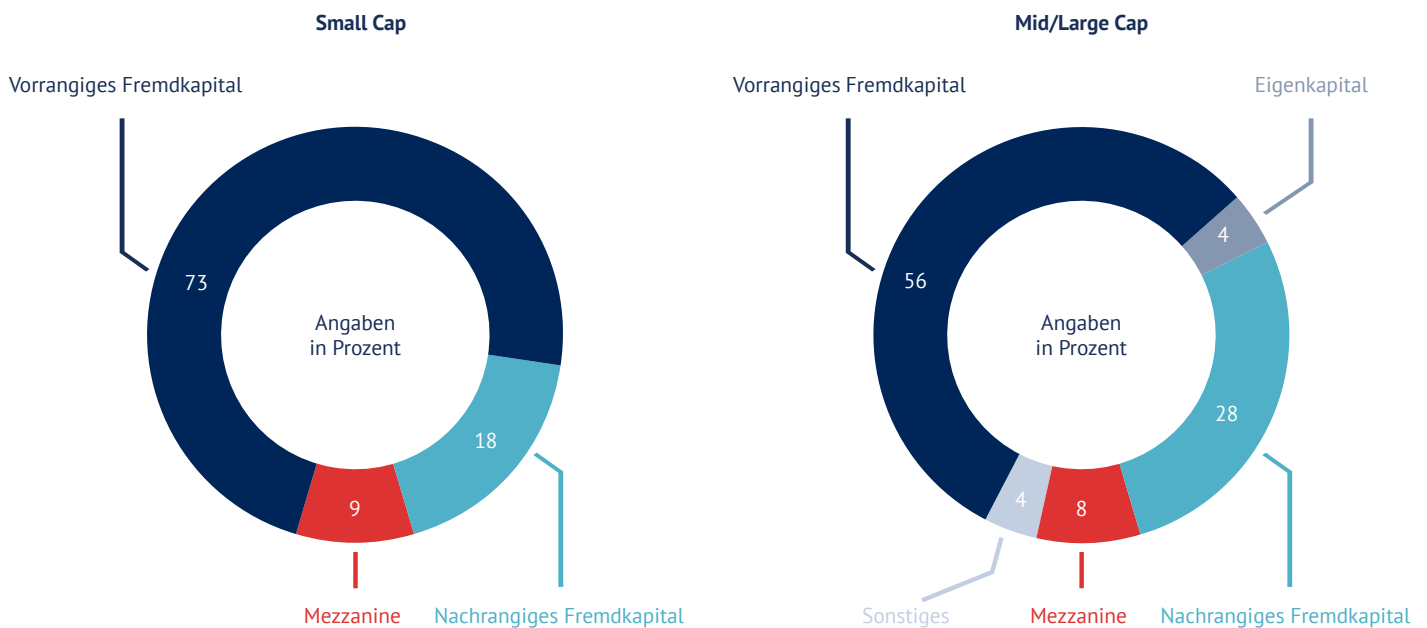
DEBT FUND FIRST!

Der große Nachteil für die Debt Funds bei den Folo-Strukturen: Im Insolvenzfall haben die Banken zuerst Zugriff auf die Sicherheiten. Das gefällt den Debt Funds gar nicht – egal ob Small Cap oder Mid/Large Cap, am liebsten investieren sie in vorrangiges Fremdkapital. Drei Viertel der Small-Cap-Investoren und mehr als jedes zweite Mid/Large-Cap-Haus sehen dort derzeit die größten Opportunitäten für Private Debt.

Was auffällt: Die Mid/Large Caps zeigen einen deutlich höheren Risikoappetit als die Small Caps. Immerhin jeder vierte Manager ist offen für nachrangiges Fremdkapital – ein kleiner Hoffnungsschimmer für alle, die es mit den Folo-Strukturen halten. Zusammengefasst 41 Prozent aller Mid-Cap-Manager sehen bei der Kapitalstruktur im nachrangigen Fremdkapital, in Mezzanine sowie im Eigenkapital aktuell die größten Chancen.

Private Debt drängelt sich gern vor

» An welcher Stelle der Kapitalstruktur sehen Sie derzeit die größten Opportunitäten für Debt Funds?



MARKT

SELBSTBEWUSSTE DEBT FUNDS

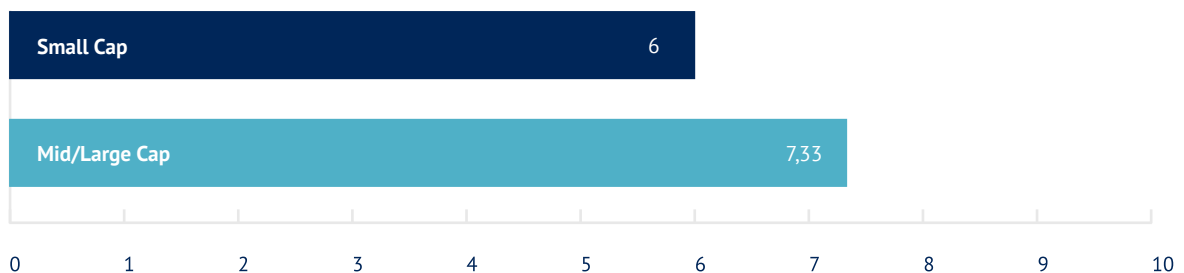
Die Intensität im Leveraged-Finance-Geschäft ist traditionell hoch. So empfinden das auch die Debt-Fund-Manager, wenngleich sie den Wettbewerb noch nicht als extrem wahrnehmen. Im größeren Midmarket scheint etwas mehr Druck auf dem Kessel zu sein als bei den Small-Cap-Investoren. Auch hier haben wir eine Analogie zum Private-Equity-Markt: Der Midmarket ist reifer, transparenter, durchzogen von Intermediären und beheimatet vergleichsweise mehr Fonds mit größerem Dry Powder. Die Small-Cap-Welt dreht sich in dieser Hinsicht (noch) etwas langsamer.

Den Wettbewerb scheuen die Investment-Manager aber nicht. Drei Viertel aller Manager sehen das eigene Haus im Markt besser positioniert als den Wettbewerber. Hier gibt es keine signifikanten Unterschiede in den Größenklassen. Die „Kleinen“ stehen den „Großen“ beim Selbstbewusstsein in nichts nach.

Im Mid-Cap-Markt ist Druck auf dem Kessel

» Wie haben Sie die Wettbewerbsintensität in der DACH-Region in den vergangenen sechs Monaten empfunden?

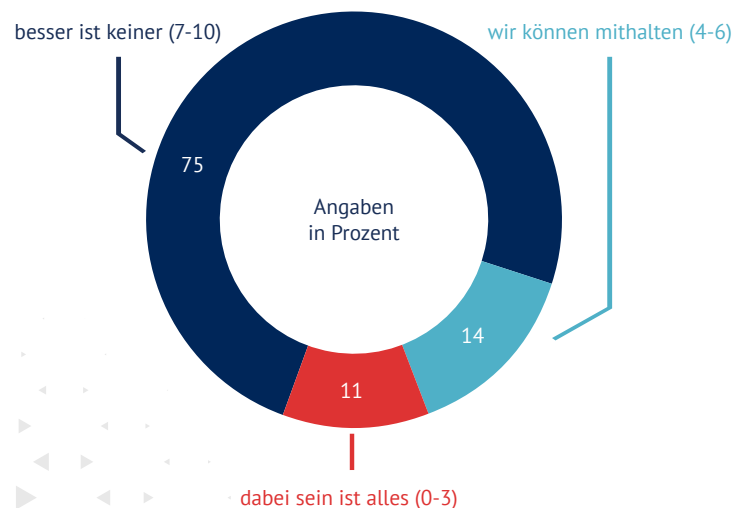
(Durchschnitt | Skala von 0 = extrem schwach bis 10 = sehr hoch)



We are the Champions!

» Wie gut ist Ihr eigenes Haus derzeit im Wettbewerb positioniert?

(Skala von 0 = sehr schlecht bis 10 = sehr gut)



HETEROGENE SMALL-CAPS-KONKURRENZ

Der natürliche Feind eines jeden Debt-Fund-Managers ist der Kollege aus dem anderen Haus. Aber Private debt muss sich auch weiterhin mit den Banken herumschlagen. Diese wurden in den vergangenen Jahren zwar immer weiter aus dem LBO-Markt zurückgedrängt, aber sie geben den Markt noch nicht kampflos auf. Vor allem die Geschäftsbanken stehen immer noch im Wettbewerb mit Private Debt, ab und an auch Sparkassen und Genossenschaftsbanken. Der Druck der Geschäftsbanken von „oben“ auf die Debt Funds ist jedoch nicht so hoch wie der Druck der Sparkassen und Genossenschaftsbanken von „unten“.

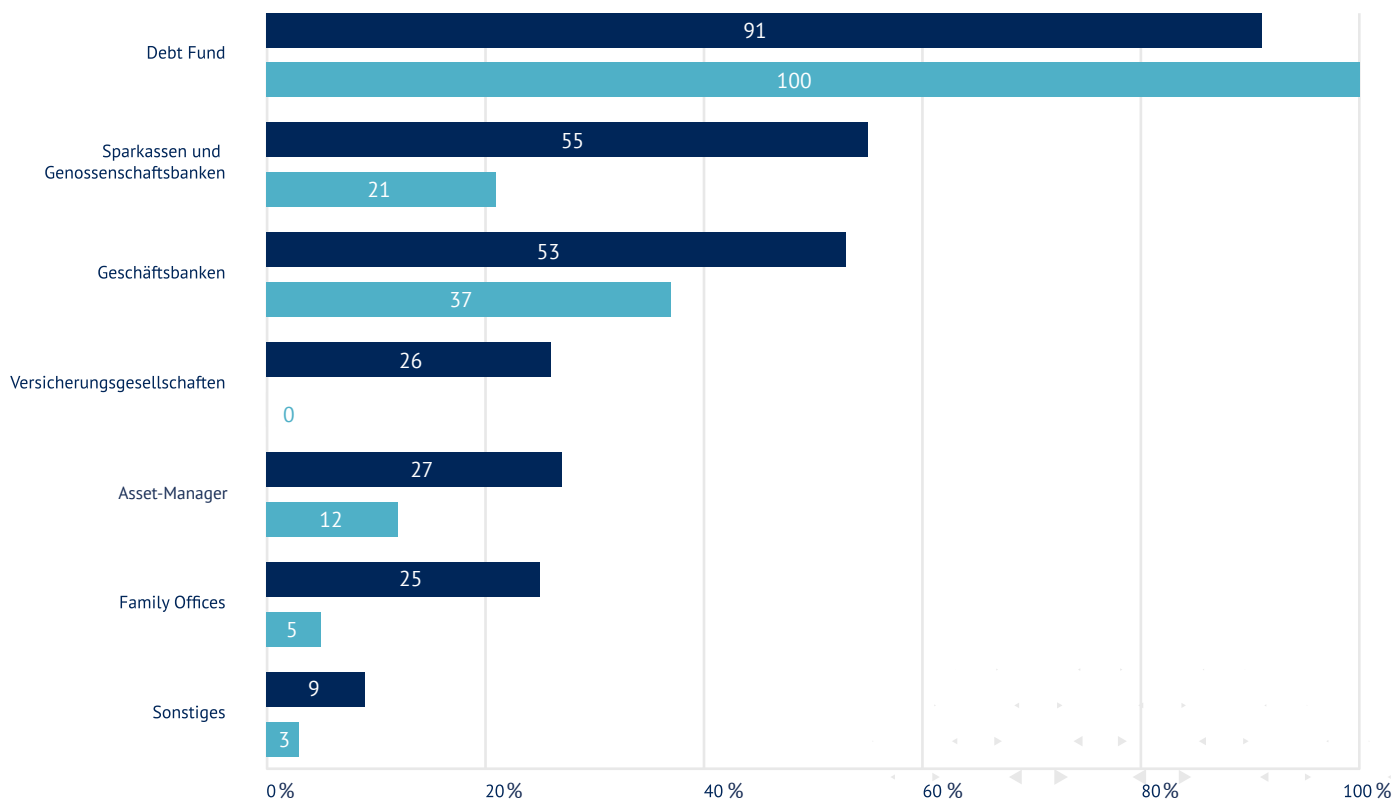
Im Midmarket hat sich inzwischen ein klares Bild herauskristallisiert. Der größte Wettbewerb geht von anderen Debt Funds aus und nur etwas mehr als jeder Dritte Investment-Manager kreuzt regelmäßig noch die Klängen mit Geschäftsbanken. Sparkassen und Genossenschaftsbanken bezeichnet dagegen nur jeder Fünfte als harten Wettbewerber.

Im Small-Cap-Markt ist das Bild noch deutlich heterogener, die Rolle der Banken noch deutlich dominanter. Für mehr als jeden zweiten Small-Cap-Manager sind sowohl die Sparkassen und Genossenschaftsbanken als auch die Geschäftsbanken der härteste Wettbewerber. Hinzu gesellen sich alternative Finanzierer wie Versicherungsgesellschaften und Family Offices – eigentlich potenzielle LPs, die offenbar zunehmend aber auch Gefallen am Direktgeschäft finden.

Small Cap kämpft gegen Banken

» Wer ist der härteste Wettbewerber? (Angaben in Prozent; Mehrfachnennung möglich)

● Small Cap ● Mid/Large Cap



SCHWERPUNKT KRISE

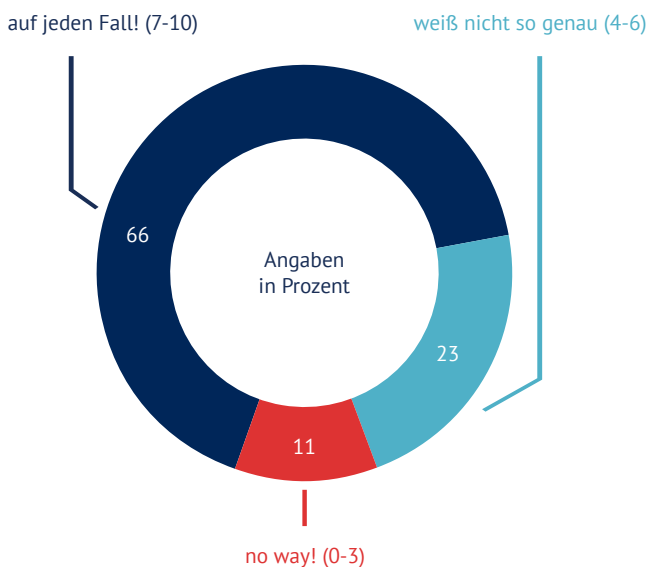
Vor der Finanzkrise gab es Private Debt in Deutschland noch nicht, heute kontrollieren Kreditfonds im Leveraged-Finance-Geschäft rund zwei Drittel des Marktes. Getragen von einem konjunkturellen Superzyklus konnte Private Debt hervorragend gedeihen. Die Coronakrise ist nun der erste Härte-test. Zwischenfazit: Die Kreditfonds haben ihn zunächst bestanden.

Die Schäden in den Portfolios sind bislang überschaubar: Nur rund jeder Sechste unserer befragten Fonds-Manager hatte angeblich überhaupt Corona-bedingte Wertverluste im Portfolio. Das ist ein beruhigendes Zeichen für einen Markt, dem vor der Krise nachgesagt wurde, dass er heiß gelaufen sei. Zur Wahrheit gehört aber auch: Die Portfoliounternehmen der Kreditfonds haben wie jedes Unternehmen von den staatlichen Stützungsmaßnahmen profitiert.

Bewahrheitet sich die gute Performance, könnte sie den Markt verändern: Wenn Private Debt sich in dieser Krise als resilient erweist, dürfte künftig noch mehr Anlagegeld in die Asset-Klasse strömen. Wenn sich Banken gleichzeitig aus Marktsegmenten verabschieden (müssen), warten weitere Chancen. Kein Wunder also, dass zwei Drittel unserer befragten Fonds-Manager Private Debt sogar als Gewinner der Krise sehen.

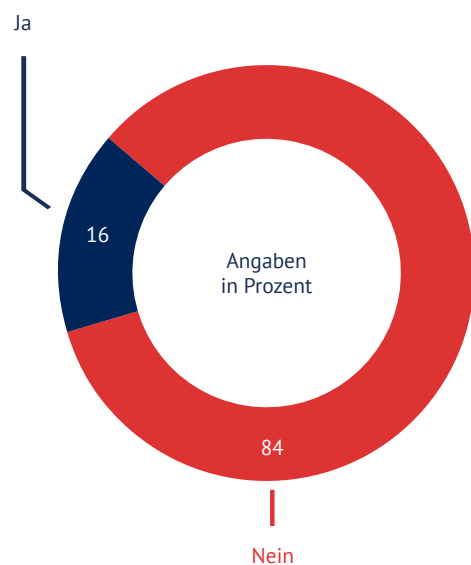
Debt Funds haben in der Krise viel gewonnen ...

» „Die Debt Funds sind ein großer Gewinner der Coronakrise“
(Skala von 0 = Zustimmung sehr niedrig bis 10 = sehr hoch)



... und wenig verloren.

» „Gab es bei Ihnen Corona-bedingte Wertverluste im Portfolio?“



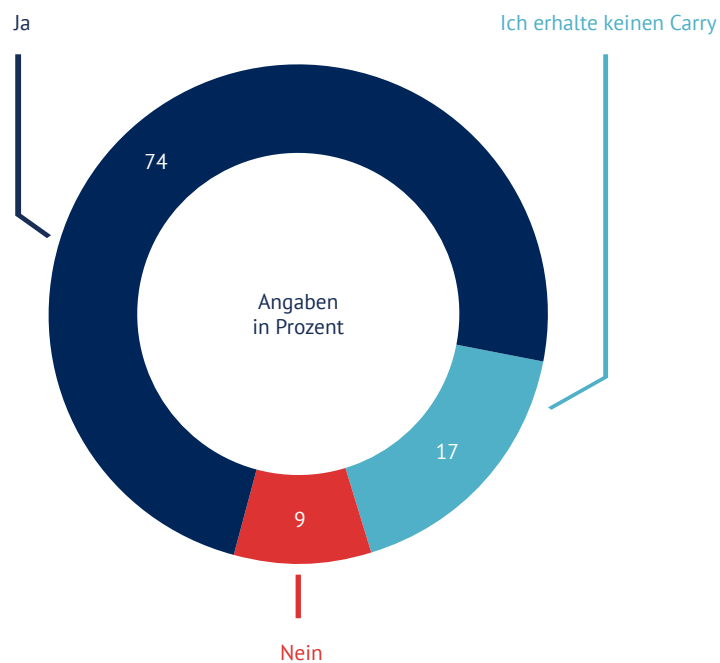
CORONA TUT DEM GELDBEUTEL NICHT WEH

Der guten Nachrichten nicht genug: So berichten 16 Prozent der Fonds-Manager über Corona-bedingte Wertverluste. Von diesen Wertverlusten wurde auch bereits ein großer Teil wieder aufgeholt.

Um eine etwaige Dunkelziffer aufzuspüren, haben wir uns dem Thema noch von einer anderen Seite genähert und nach der Bonusvergütung gefragt. Und siehe da: Drei Viertel der Fonds-Manager rechnen nach heutigem Stand damit, den Carry zu erhalten. Allzu übel wird es also im Portfolio tatsächlich nicht aussehen.

Carry gut, alles gut

» Werden Sie Ihren Carry nach heutigem Stand voraussichtlich erreichen?



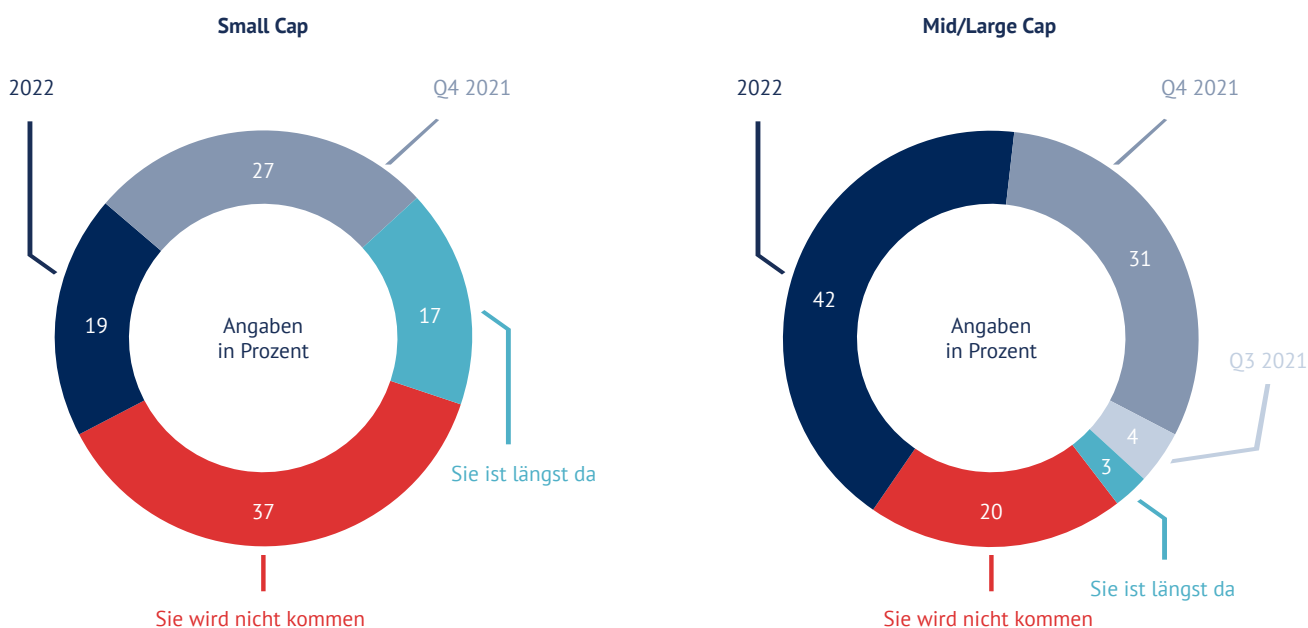
RESTRUKTURIERUNGSWELLE VORAUSS

Für die Mehrheit der Fonds-Manager ist Private Debt ein Krisengewinner. Doch immerhin ein Viertel der Befragten ist noch unentschieden – was wiederum mit der viel diskutierten Corona-Restrukturierungswelle zusammenhängen könnte. Von dieser wurde Private Debt bislang größtenteils verschont, aber kommt sie noch?

Hier gehen die Meinungen auseinander. Die Mid-Cap-Manager spüren die Welle aktuell noch nicht, gehen aber davon aus, dass sie entweder Ende dieses Jahres, spätestens aber 2022 kommen wird. Ein anderes Bild ergibt sich bei den Small Caps. Die spüren die Krise entweder schon jetzt oder rechnen mit keiner größeren Restrukturierungswelle mehr. Sie schätzen ihre aktuelle Portfolioqualität aber auch besser ein als die Mid-Cap-Investoren mit etwas höherem Risikoappetit.

Neue Deutsche Welle

» Wann kommt die Corona-bedingte Restrukturierungswelle in Deutschland?



DEBT FUNDS RESTRUKTURIEREN BESSER ALS BANKEN

Aber auch die Mid-Cap-Investoren schauen einer möglichen Restrukturierungswelle gelassen entgegen. Zwar schätzen sie ihre Portfolioqualität einen Tick schlechter ein als die Small-Cap-Kollegen, dafür halten sich die Mid-Cap-Manager für die größeren Restrukturierungsexperten.

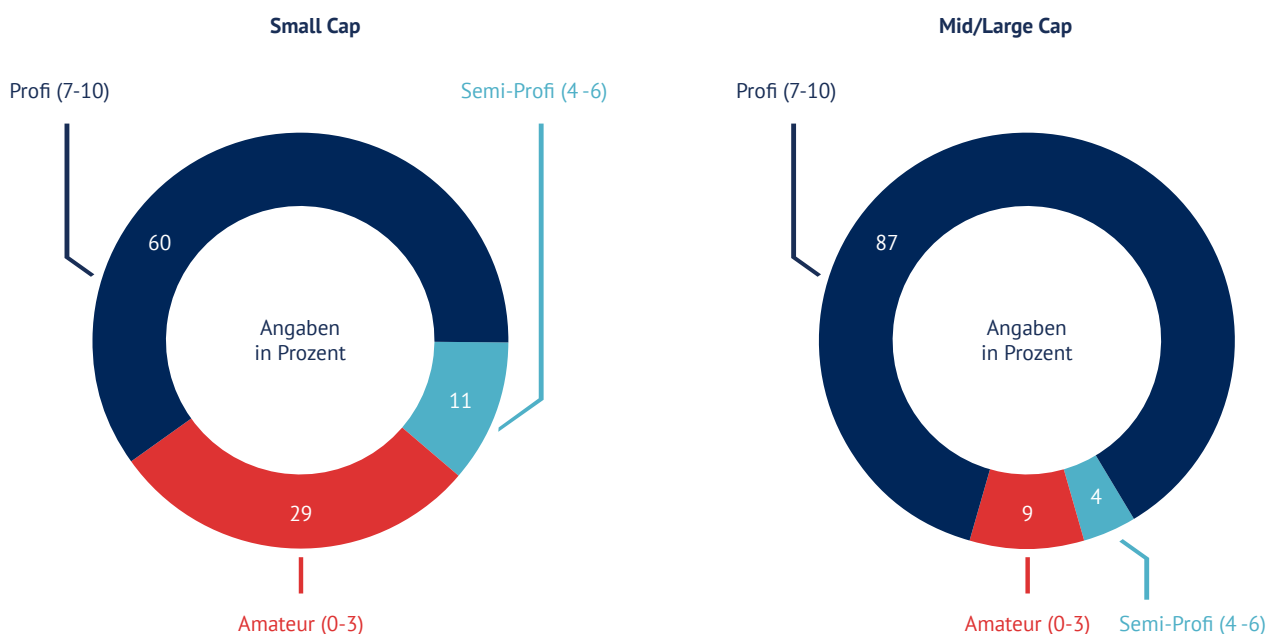
Die kleineren Kreditfonds zeigen sich an dieser Stelle etwas weniger selbstbewusst, doch im Schnitt trauen die Debt-Fund-Manager ihren Häusern deutlich mehr Restrukturierungskompetenz zu als die Firmenkundenbanker zuletzt ihren Banken, die wir ebenfalls halbjährlich befragen.

Die Debt-Fund-Manager können die Restrukturierungskompetenz im Zweifel aber auch besser einschätzen als die Firmenkundenbanker – und müssen das auch. Denn während der Banker seinen Kunden für die Sanierung an die Kollegen der Workout-Abteilung übergibt und mit ihm anschließend nichts mehr zu tun hat, bleibt der Ansprechpartner beim Debt Fund in der Regel derselbe: der Investment-Manager.

Selbstbewusste Restrukturierer

» Wie bewerten Sie die Restrukturierungskompetenz in Ihrem Haus?

(Skala von 0 = extrem schlecht bis 10 = extrem gut)



SCHWERPUNKT ESG

ESG: KICKER ODER KILLER FÜR DIE RENDITEN VON PRIVATE DEBT?

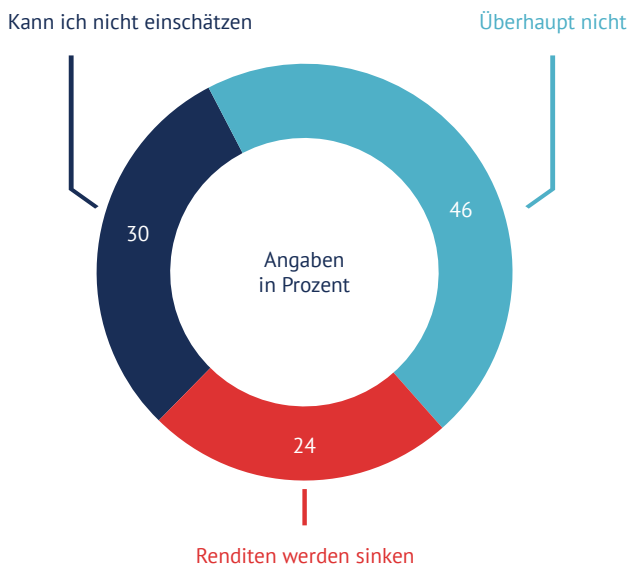
Es lässt sich darüber streiten, ob die Corona-bedingte Restrukturierungswelle für Private Debt noch zum Problem wird oder nicht. Eine andere Herausforderung hingegen ist längst da: ESG – ein gesellschaftlicher Megatrend, der die Corporate-Finance-Branche über die nächsten Jahre prägen wird.

Freiwillig werden sich die Debt Funds mit ESG-Themen nicht beschäftigen. Umwelt, Soziales und Unternehmensführung: Diese Themen wecken bei Private Debt keine Renditefantasien. Im Gegenteil, rund 70 Prozent der Fonds-Manager sehen darin entweder einen Renditekiller oder bestenfalls ein Nullsummenspiel. Der Rest kann noch nicht einschätzen, wie sich ESG auf die Renditen von Private Debt auswirken wird, einen Rendite-Boom erwartet aber schlicht kein einziger der Befragten.

Das heißt nun aber ganz und gar nicht, dass die Debt Funds nicht auf den ESG-Zug aufspringen werden. Zwar sehen sie keine Rendite, aber jede Menge Geschäftsmöglichkeiten in dem Megatrend. Knapp 60 Prozent glauben an das Marktpotenzial für eigene ESG-Vehikel. Wenn die Investoren sich mit etwas niedrigeren Renditen zufriedengeben, werden ihnen die Debt-Fund-Manager also gern spezielle ESG-Fonds bauen.

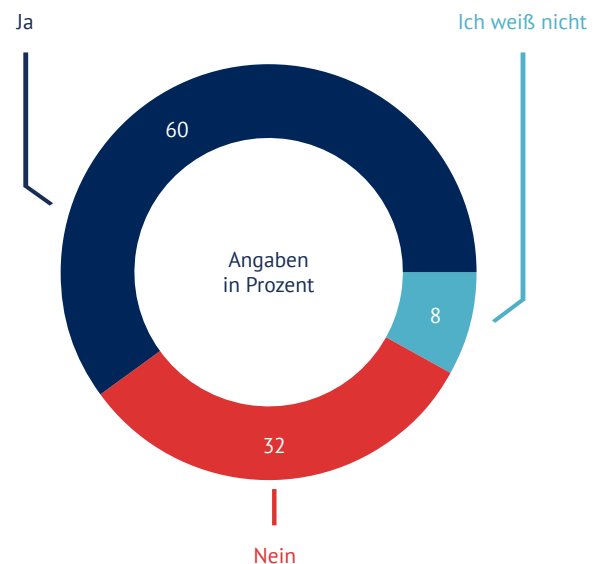
Renditekiller ESG

» Wie wird sich der ESG-Trend auf die Renditen von Private Debt auswirken?



Angriff ist die beste Verteidigung

» ESG als Investmentstrategie: Sehen Sie das (Markt-) Potenzial für eigene ESG-Vehikel von Debt Funds?



WAS LPS WOLLEN

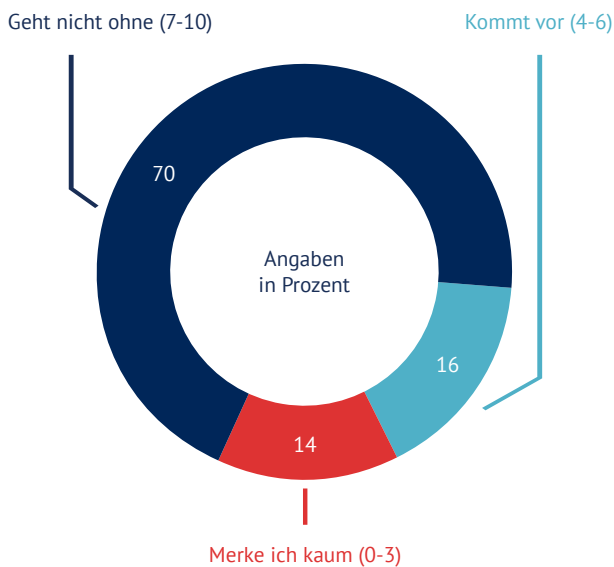
Aber auch wer keinen speziellen ESG-Fonds auf die Beine stellt, kommt um den gesellschaftlichen Megatrend nicht herum. Die LPs machen nämlich ordentlichen Druck. Analog zu den Private-Equity-Investoren dürften es künftig auch die Debt Funds schwer haben, frische Gelder für neue Fonds einzuwerben, wenn sie den ESG-Trend ignorieren.

Die schlechte Nachricht für die Debt Funds: Sie werden über kurz oder lang überall liefern müssen – beim „E“, beim „S“ und beim „G“. Die gute Nachricht: Wenn LPs aktuell ein ESG-Auge zudrücken, dann am ehesten das soziale. Der Fokus der LPs liegt derzeit noch auf Umwelt- und Governance-Themen.

LPs machen Druck

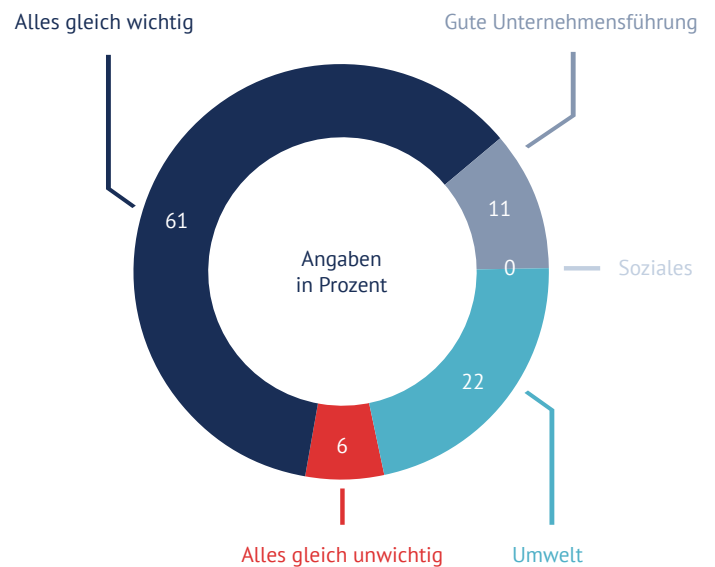
» Wie vehement fordern Ihre LPs, dass Sie ESG-Komponenten in Ihre Finanzierungen einbauen?

(Skala von 0 = überhaupt nicht bis 10 = sehr stark)



E! S! und G!

» Auf welche ESG-Komponente legen Ihre LPs den größten Wert?



TREIBER ODER GETRIEBENE?

Obwohl ESG mehr Arbeit macht und weniger Rendite verspricht, haben sich die Fonds bereits an ihre Hausaufgaben gemacht. Wir gestehen: Es hat uns durchaus überrascht, wie weit einige der Private-Debt-Häuser in Sachen Nachhaltigkeit schon zu sein scheinen. Die ESG Due Diligence ist beinahe schon Pflicht. Bei drei Vierteln der Mid-Cap-Häuser ist sie bei neuen Finanzierungen bereits Standard. Bei den Small Caps sind es immerhin fast zwei Drittel.

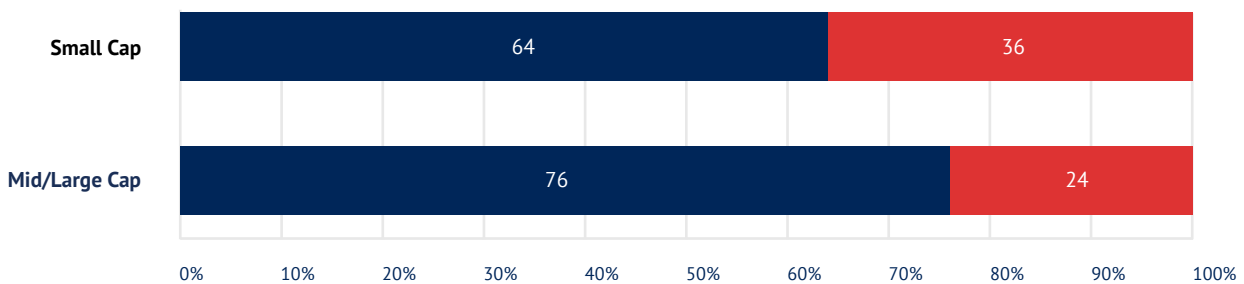
Einige Häuser gehen in Sachen ESG sogar schon einen Schritt weiter als die Due Diligence. Fast jeder fünfte Fonds-Manager gab an, dass bereits heute über 70 Prozent aller Transaktionen ESG-linked sind – ein Wert, den die meisten Befragten erst für das Jahr 2025 erwarten.

Für die meisten Debt Funds ist es bis zu dieser Zielmarke aber noch ein weiter Weg. Bei rund zwei Dritteln der befragten Manager sind heute noch weniger als 30 Prozent der Finanzierungen ESG-linked. Doch auch hier scheinen die Debt Funds ihren Artverwandten aus den Banken einen Schritt voraus zu sein.

Vorsicht ist besser als Nachsicht

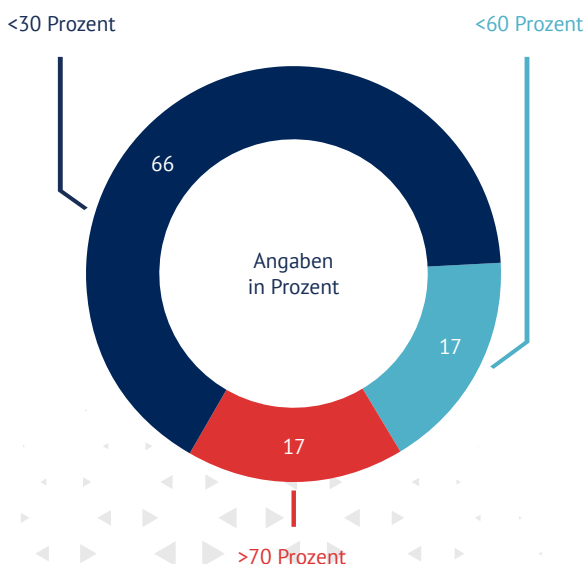
» Macht Ihr Haus bei neuen Finanzierungen bereits eine ESG Due Diligence? (Angaben in Prozent)

● Ja ● Nein



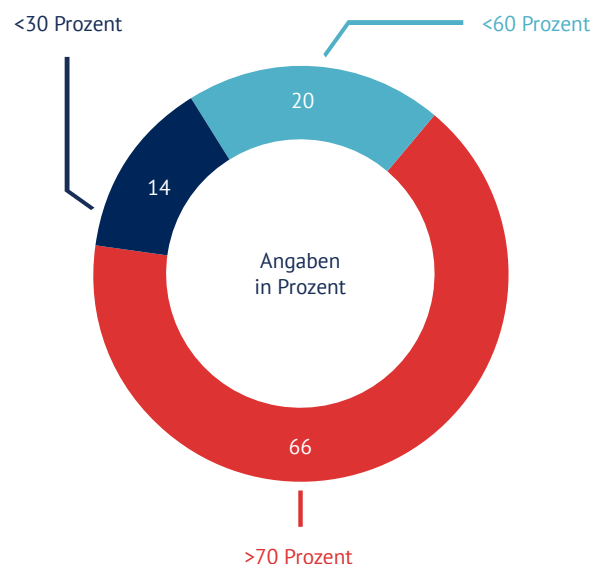
Heute noch nice to have ...

» Wie viel Prozent Ihrer Transaktionen sind heute bereits ESG-linked?



... morgen ein Muss!

» Wie viel Prozent Ihrer Transaktionen werden 2025 vermutlich ESG-linked sein?



STIMMUNGSBAROMETER

PRIVATE DEBT MACHT GLÜCKLICHER ALS BANKING

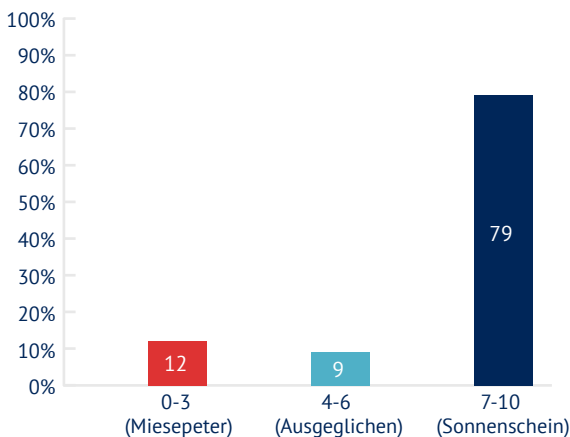
Weder die Coronakrise noch der Gedanke an eine mögliche Restrukturierungswelle noch der Renditekiller ESG vermögen es, die Laune der Fonds-Manager zu trüben. Unter dem Strich sind die Fonds-Manager mit 7,7 Punkten auf einer Skala von 0 bis 10 überdurchschnittlich glücklich in ihrem Job.

Auch hier lohnt sich ein Seitenblick auf die Firmenkundenbetreuer, denn diese machen im Prinzip den gleichen Job, waren bei der aktuellen Umfrage aber deutlich unzufriedener als die Debt-Fund-Manager. Das darf allerdings nicht über die weite Spreizung hinwegtäuschen: Immerhin einer von acht hat an seinem Job derzeit überhaupt keine Freude, während über drei Viertel ihn offenbar genießen.

So glücklich wie die Fonds-Manager ...

» Wie hoch ist derzeit Ihre Arbeitszufriedenheit?

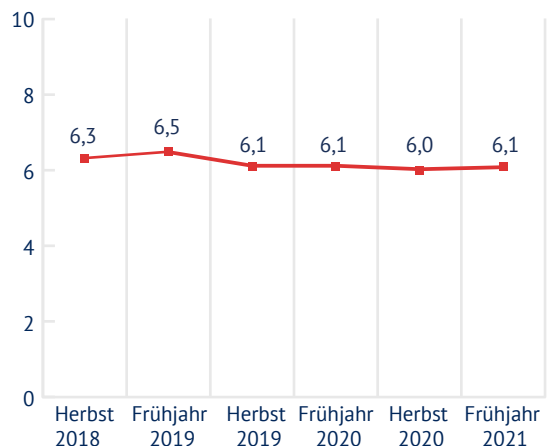
(Angaben in Prozent | Skala von 0 = extrem gering bis 10 = sehr hoch)



... waren die Firmenkundenbanker noch nie

» Wie hoch ist derzeit Ihre Arbeitszufriedenheit?

(Skala von 0 = extrem gering bis 10 = sehr hoch)



ALT UND PARTNER MÜSSTE MAN SEIN ...

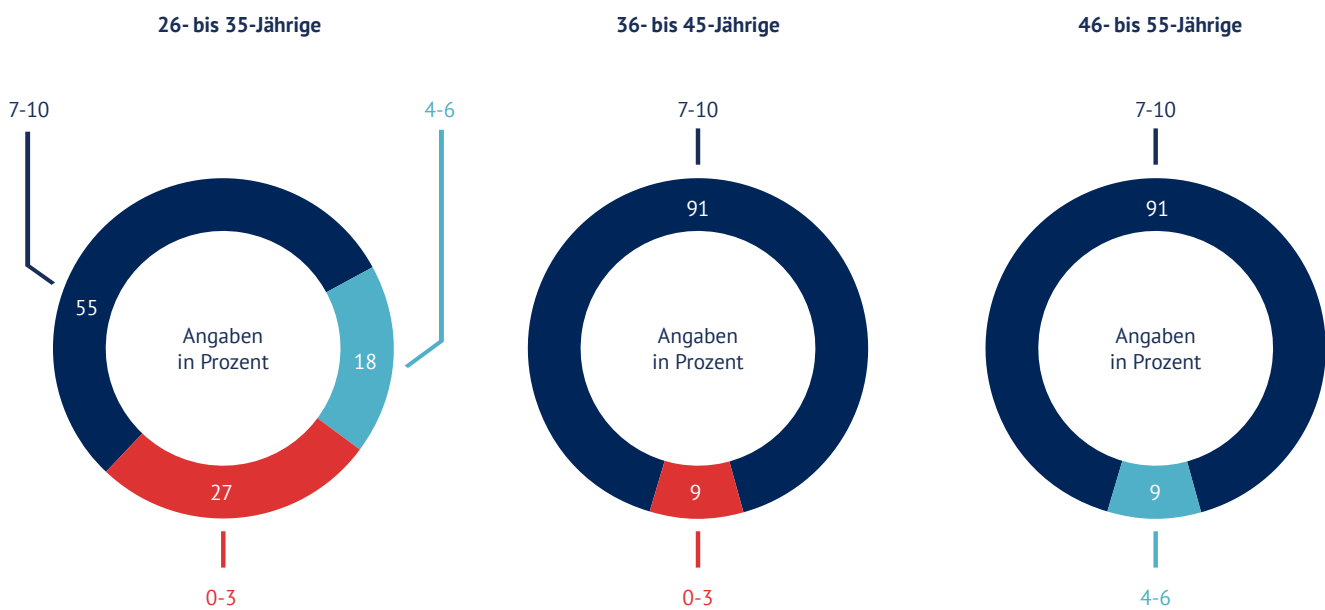
An der Spitze ist es doch am schönsten, auch bei der Arbeit für einen Debt Funds. Es ist auffällig, dass die Arbeitszufriedenheit bei den 36- bis 55-Jährigen besser fast nicht sein könnte. Auch bei den Jüngeren ist mehr als jeder Zweite sehr glücklich im Job, doch in dieser Altersgruppe ist auch fast jeder Dritte unzufrieden.

Die Umfrage zeigt auch, dass die im Schnitt älteren Partner und Managing Directors zufriedener sind als die jüngeren Directors und Investment-Professionals. Und offenbar sind die Debt-Fund-Manager recht emotional: himmelhoch jauchzend oder zu Tode betrübt – die gemäßigte Stimmungslage in Bezug auf die Arbeit ist ihre Sache nicht.

Alter macht glücklich

» Wie hoch ist derzeit Ihre Arbeitszufriedenheit?

(Skala von 0 = extrem gering bis 10 = sehr hoch)



IMPRESSUM

HERAUSGEBER


FINANCE Think Tank
Corporate Banking & Finance

Eine Initiative der Targecy GmbH
Speicherstraße 16 | 60327 Frankfurt am Main
www.finance-thinktank.de

Geschäftsführer: Bastian Frien, Iris Behrens

Kontakt:

Philipp Habdank

 +49 69 256 279-20

 philipp.habdank@finance-thinktank.de

HAFTUNGSAUSSCHLUSS

Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit des Inhalts übernehmen Verlag und Redaktion keine Gewähr.