



**Capital Partners**

your partner for alternative investments

# Private Debt – eine Einführung



# Inhalt

- 4** Einleitung
- 8** Chancen der alternativen Kreditvergabe
- 10** Die wichtigsten Private-Debt-Strategien
- 12** Private Debt in einem Portfolio
- 14** Hauptrisiken
- 15** Fazit
- 16** Glossar

## Einleitung

Die alternative Kreditvergabe ist eine Finanzierung, die vorwiegend von Nicht-Banken zur Verfügung gestellt wird und verschiedene Finanzierungsoptionen bietet, wie Private Debt, nachrangige Kredite, Distressed Debt und hochverzinsliche Anleihen. Anbieter im Bereich der alternativen Kreditvergabe reichen von grossen Vermögensverwaltern bis hin zu kleinen spezialisierten Fonds. Die Kreditnehmer sind Unternehmen, die von Banken möglicherweise keine Finanzierung zu für sie akzeptablen Konditionen bekommen oder stärker massgeschneiderte Finanzierungslösungen benötigen.

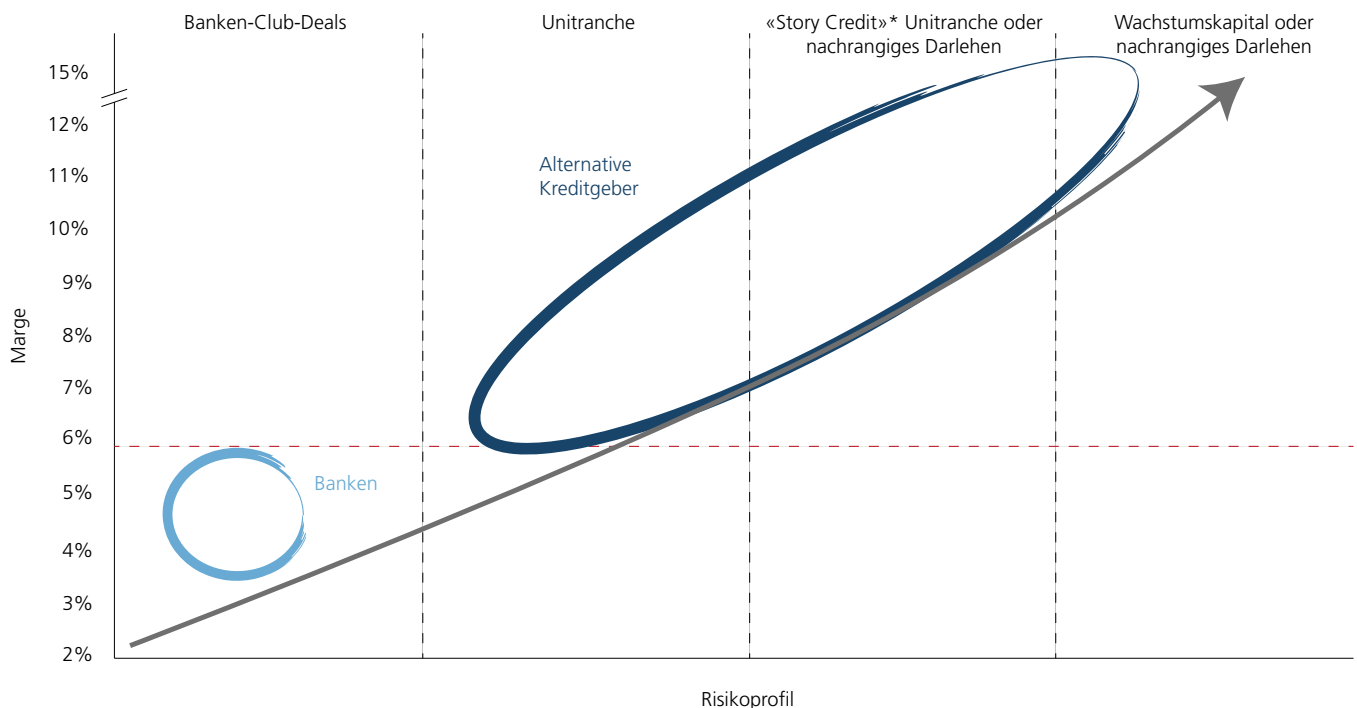
Nach der globalen Finanzkrise hat die alternative Kreditvergabe einen raschen Aufschwung erlebt, da Banken aufgrund aufsichtsrechtlicher Bestimmungen und strengerer Kapitalanforderungen geringere Kapazitäten für Finanzierungen für Unternehmen haben, vor allem im mittleren Marktsegment. Daher hat sich der früher von Banken dominierte europäische Markt für Leveraged Loans strukturell verändert. Dieser ist nun weniger ein Teil der traditionellen Bankfinanzierungen. Dieser Trend der Disintermediation von Banken in Europa ist mit dem in den USA vergleichbar, wo der Übergang zu Kreditvergaben ausserhalb des Bankensektors vor 20 Jahren stattfand. Heute gibt es dort gut etablierte alternative Kanäle für die Vergabe von Krediten. Alternative Kreditvergabe-Lösungen werden oft für massge-

schneiderte Finanzierungslösungen im Zusammenhang mit folgenden Ereignissen genutzt:

- Buyouts durch Private-Equity-Fondsmanager
- Akquisitionen
- Dividendenrekapitalisierungen
- Refinanzierung bestehender Schulden
- Krisensituationen

Mit der Alternativen Kreditvergabe stehen Kreditnehmern eine Reihe alternativer Optionen zur Verfügung, die in Hinblick auf Tilgung, Preisstrukturen, Vertragsklauseln und Ausschüttungserlöse in der Regel mehr strukturelle Flexibilität haben als Bankkredite. Vor allem aber bieten die von alternativen Kreditgebern angebotenen Finanzierungsstrukturen Zugang zu Fremdmitteln über die gesamte Kapitalstruktur hinweg – von vorrangigen Kredite bis hin zu Quasi-Eigenkapital-Lösungen. Alternative Kreditgeber sind in der Regel schneller in der Umsetzung als Banken und können mitunter grosse Positionen von Leveraged Loans halten. Dabei handelt es sich um Kredite, die Unternehmen auf der Grundlage ihres Cashflow-Profiles zur Verfügung gestellt werden. Wenngleich diese Kredite in den meisten Fällen besichert sind, werden sie nicht als mit Vermögenswerten besicherte Kredite betrachtet. Banken stellen üblicherweise Kredite mit einer Renditeerwartung unter

### Alternative Kreditvergabe im Vergleich zu Bankfinanzierungen im Segment unterhalb der «sehr guten bis guten Bonität»



Quelle: Alternative Lender Deal Tracker, 2. Quartal 2017, Deloitte

\* Story credit – Unitranche-Kredit für ein Unternehmen, das in der Vergangenheit finanzielle Schwierigkeiten oder eine Restrukturierung zu bewältigen hatte und daher als risikoreicher eingestuft wird.

6 Prozent zur Verfügung, während die meisten alternativen Kreditgeber eine Rendite von über 6 Prozent erwarten, je nach der Finanzierungsstruktur und dem zugrunde liegenden Risiko, wie die Grafik auf Seite vier zeigt.

Private Debt ist ein Teilbereich des alternativen Kreditmarktes, der alternative Schuldinstrumente in Unternehmen umfasst, die oft zu klein sind, um sich über die öffentlichen Kapitalmärkte zu finanzieren. Private-Debt-Transaktionen, an denen ein Private-Equity-Fondsmanager beteiligt ist, werden vielfach auch als «gesponserte» Transaktionen bezeichnet. Schuldenstrukturen von durch Private Equity gesponserten Leveraged Buyouts werden häufig als «Leveraged Loans» bezeichnet. Familienunternehmen sind die andere Hauptgruppe von Kreditnehmern, die aktiv Finanzierungslösungen von Alternativen Kreditgebern in Anspruch nehmen. Private-Debt-Transaktionen, an denen kein Private-Equity-Sponsor beteiligt ist, nennt man üblicherweise «sponsorlose» Transaktionen.

In Hinblick auf das mit einem Rating unterhalb der «sehr guten bis guten Bonität» verbundenen Risiko gibt es Überschneidungen zwischen Private Debt und hochverzinslichen Anleihen sowie Leveraged Loans. Preislich bietet Private Debt eine Prämie von in der Regel 200–500 Basispunkten gegenüber den Märkten für breiter syndizierte Bankfinanzierungen und hochverzinsliche Anleihen zur Vergütung der gebotenen Vorteile. Obwohl es für kleinere Unternehmen schwierig sein kann, flexible Bankfinanzierungen zu bekommen, handelt es sich bei ihnen nicht zwangsläufig um riskantere Unternehmen. Grössere Unternehmen können oftmals mehr Schulden aufnehmen, was sogar zu volatileren Kapitalstrukturen führen kann.

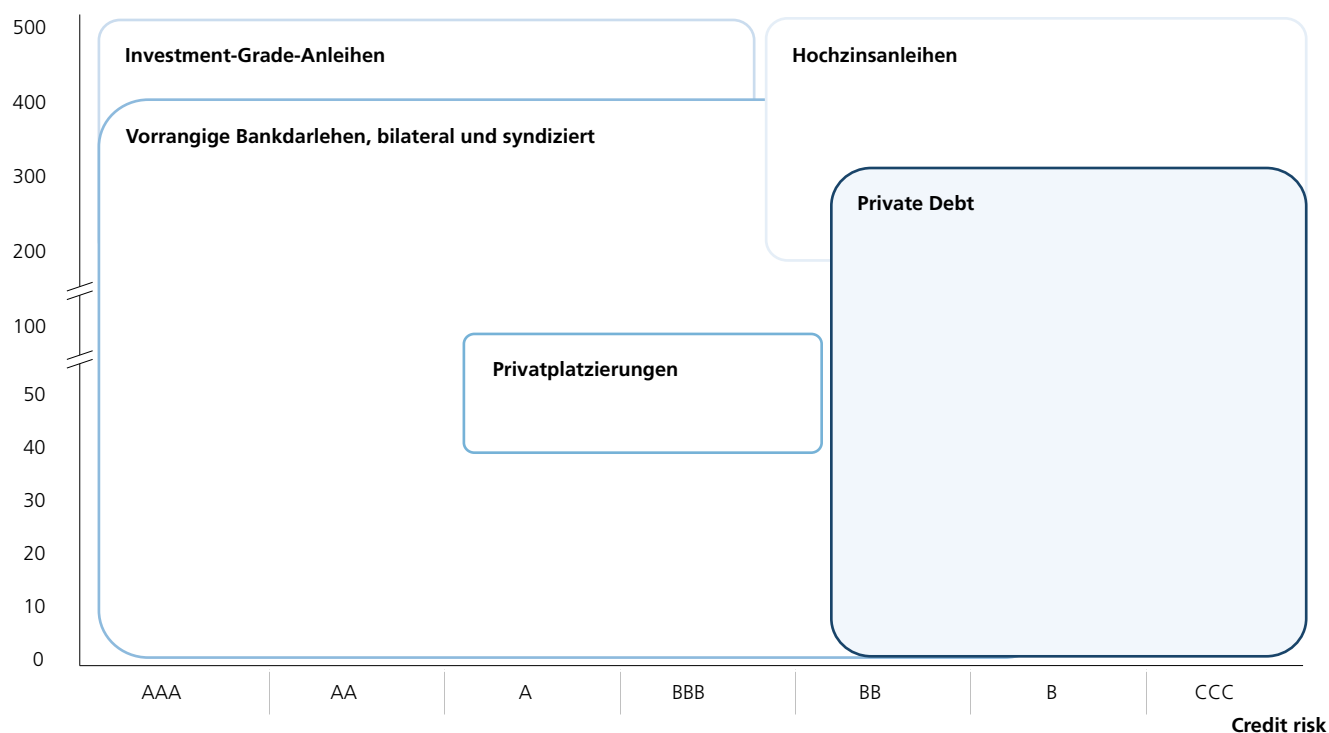
In Europa wird Private Debt in der Regel von Fondsmanagern über eine Kommanditgesellschaft zur Verfügung gestellt, die eine geschlossene Struktur mit einer Fondslaufzeit von acht bis zehn Jahren hat. Der Manager kann diese einseitig verlängern. Ein Manager richtet eine Fondsstruktur ein, und Anleger zahlen über einen Investitionszeitraum von in der Regel drei Jahren bis zur Höhe ihrer vorab gemachten Zusage (Commitment) abgerufenes Kapital in den Fonds ein. Ziel von Private-Debt-Anbietern ist es, Finanzierungen für Unternehmen bereitzustellen, die ein attraktives Kreditprofil, eine geeignete Finanzierungsstruktur und eine günstige Transaktionsdynamik aufweisen. Ein Private-Debt-Fonds investiert meist in 20–35 Unternehmen. Die Kredite haben gewöhnlich eine Laufzeit von sechs bis acht Jahren und sind in der Regel an den EURIBOR/LIBOR-Referenzzins gebunden. Zusätzlich zum Index wird monatlich, vierteljährlich oder halbjährlich ein Kupon in bar ausgezahlt. Als Initiator der Finanzierung erhält der Kreditgeber vorab eine Bearbeitungsprovision in Höhe von zwei bis drei Prozent des Volumens der Finanzierung. Diese Vergütung kann um kapitalisierte Zinsen (in der Regel «Payment-in-kind-Notes») und/oder Optionsscheine ergänzt oder durch solche ersetzt werden. Private-Debt-Fonds generieren für Investoren oft von Anfang an Cashflow durch die Transaktionsgebühren und die Kuponzahlungen, die sie aus den zugrunde liegenden Investitionen erhalten. Renditekomponenten wie kapitalisierte Zinsen und Optionsscheine werden bei Fälligkeit und/oder Refinanzierung gezahlt und können die Gesamrendite über die Laufzeit eines Private-Debt-Fonds steigern.

Anders als in Europa werden Private-Debt-Finanzierungen in den USA oft von börsengehandelten Business Development Companies bereitgestellt, bei denen es sich um börsennotierte geschlossene Fonds handelt. In Europa mit seinen weniger einheitlichen rechtlichen, regulatorischen und kulturellen Rahmenbedingungen gibt es kein vergleichbares etabliertes Modell.

Private Debt hat sich als eigenständige Anlageklasse etabliert, wobei Private-Debt-Manager heute ein Vermögen von weltweit rund 595 Milliarden US-Dollar verwalten.<sup>1</sup> Der Private-Debt-Markt ist jedoch weniger transparent als die geregelten Aktien- und Anleihenmärkte, sodass die Auswahl der Manager schwierig und zeitraubend sein kann. Auch wenn Private-Debt-Investitionen in der Regel eine geringere Volatilität der Wertentwicklung und eine geringere Marktsensitivität als andere illiquide Anlageklassen wie etwa Private Equity aufweisen, ist es entscheidend, mit geeigneten Managern zu investieren.

### Private Debt umfasst verschiedene Finanzierungsstrategien

Kreditvolumen (Mio. EUR)



<sup>1</sup> Quelle: 2017 Preqin Global Private Debt Report, Preqin

Anmerkung: Das Kreditrisiko wird mit Buchstaben von AAA (geringe Ausfallwahrscheinlichkeit) bis CCC (erhebliche Ausfallwahrscheinlichkeit) ausgedrückt.



## Chancen der alternativen Kreditvergabe

Der europäische Leveraged-Loan-Markt entstand in den 1990er-Jahren in kleinem Rahmen. Das Volumen vorrangiger Leveraged-Loans stieg von 2002 bis 2007 schnell an, wobei der grösste Teil des Marktes auf europäische Banken entfiel.<sup>2</sup> Der Spitzenwert von fast 165 Milliarden Euro wurde 2007 erreicht. Die zunehmende Zahl der Kapitalanbieter führte zu erhöhten Verschuldungsgraden, rückläufigen Preisen und höheren Marktwertmultiplikatoren (Purchase Multiples) sowie zu geringeren Eigenkapitalanteilen von in Extremfällen nur 20 Prozent der gesamten Kapitalstruktur. Aufgrund des intensiveren Wettbewerbs wurden die angebotenen Finanzierungsstrukturen wesentlich aggressiver.

Nach der globalen Finanzkrise schrumpfte das von Banken angebotene Volumen vorrangiger Leveraged Loans drastisch, was zu einer erheblichen Finanzierungslücke in Europa führte. Die Aktivitäten im Bereich vorrangiger Leveraged Loans in Europa erreichten 2009 mit 15 Milliarden Euro die Talsohle. Der Alternative-Lending-Markt reagierte schnell, um diese Finanzierungslücke zu schliessen, indem er nicht nur Kapital zur Verfügung stellte, sondern auch neue innovative Finanzierungsösungen wie Unitranche-Finanzierungen. So boten sich europäischen Unternehmen mehr Finanzierungsoptionen, sie konnten ihre Abhängigkeit von den Banken verringern.

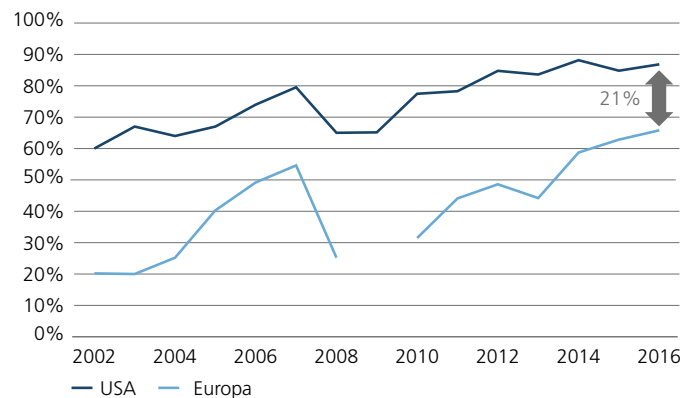
### Volumen vorrangiger Kredite in den USA und Europa (in Mrd EUR)



Der europäische Trend weg von den Banken, hin zu institutionellen Kreditgebern ähnelt dem, was in den USA nach der Sparkassenkrise (Savings and Loan Crisis) in den 1980er-Jahren zu beobachten war. Heute wird der Markt für Finanzierungen in den USA von grossen institutionellen Kreditgebern dominiert. 2016 belief sich ihr Anteil am Primärmarkt für Leveraged Loans auf 86 Prozent.<sup>3</sup> Trotz des starken Wachstums im Bereich der

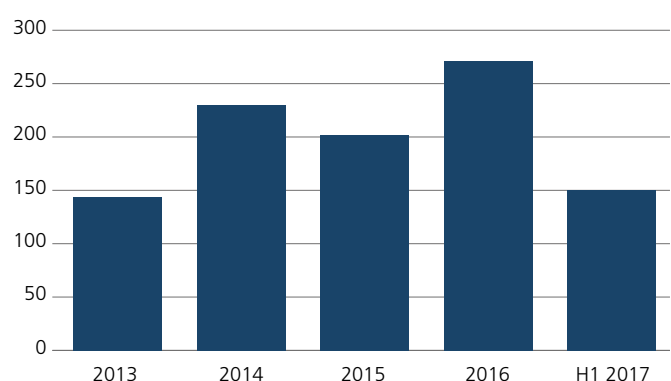
Kreditvergabe ausserhalb des Bankensektors hinkt Europa den USA immer noch hinterher, da institutionelle Anleger 2016 in Europa einen Anteil von 66 Prozent am Primärmarkt hatten. Aufgrund zunehmender aufsichtsrechtlicher Anforderungen ist

### Der Anteil institutioneller Anleger am Primärmarkt in den USA und Europa



es unwahrscheinlich, dass der aktuelle Trend der Disintermediation von Banken in Europa gebremst wird. Denn die Aufsichtsbehörden in ganz Europa sind bestrebt, Private Debt als Finanzierungsoption zu fördern. Banken haben dennoch in einigen europäischen Ländern immer noch eine starke Stellung, sodass der Anteil institutioneller Anleger am Primärmarkt in Europa in nächster Zeit wohl kaum das Niveau der USA erreichen wird.

### Volumen von Private-Debt-Transaktionen im mittleren Marktsegment in Europa (nach Anzahl der Transaktionen)



<sup>2</sup> Quelle: LCD Global Review, 2. Quartal 2017, S&P Global.

<sup>3</sup> Quelle: LCD Global Review, 2. Quartal 2017, S&P Global. Die Beobachtungen von LCD im Jahr 2009 in Europa sind nicht ausreichend, um aussagekräftige Angaben machen zu können.

<sup>4</sup> Quelle: Alternative Lender Deal Tracker, 2. Quartal 2017, Deloitte. Die Erhebung deckt 58 führende alternative Kreditgeber ab, von denen Deloitte Transaktionen auf dem Primär-Mid-Market in Europa verfolgt.

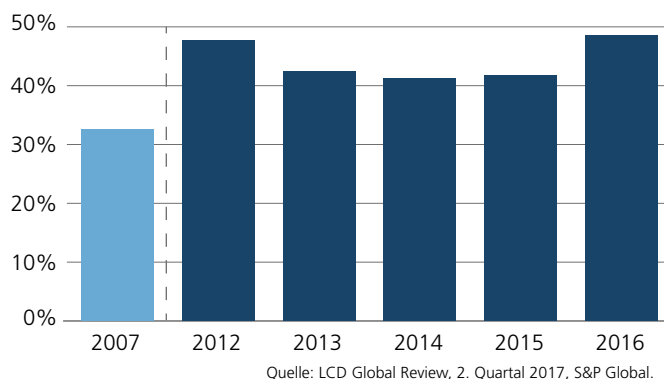


### Private-Debt-Volumen in Europa

Das Volumen der Alternativen Kreditvergabe auf dem europäischen Leveraged-Buyout-Markt hat in den vergangenen Jahren ständig zugenommen. Der grösste Teil des Volumens in Europa entfällt auf mittelgrosse Unternehmen, da sie oft einen begrenzteren Zugang zu liquiden Kapitalmärkten haben. Das Private-Debt-Transaktionsvolumen im mittleren Marktsegment hat in den vergangenen Jahren stark zugenommen und stieg von 144 Transaktionen im mittleren Marktsegment im Jahr 2013 auf 271 im Jahr 2016.<sup>4</sup> In der Vergangenheit entfiel der grösste Teil der Private-Debt-Geschäfte auf britische, französische und deutsche Kreditnehmer, wenngleich die Transaktionsvolumen in anderen Ländern wie Spanien und den Benelux-Staaten steigen.

Die Nachfrage nach Private Debt wird in den kommenden Jahren voraussichtlich weiterhin erheblich sein. Zunächst einmal wird das Gesamtvolumen vorrangiger Darlehen wie bereits aufgezeigt weiterhin geringer sein als vor der globalen Finanzkrise, und Banken werden auch künftig mit strengeren Kapitalanforderungen konfrontiert sein als zuvor. Zweitens haben Private-Equity-Manager immer noch erhebliche Mengen investierbaren Kapitals («Dry Powder») in ihren Fonds, das sie für geeignete Investitionsziele verwenden können. Im Dezember 2016 besaßen Private-Equity-Fondsmanager 183 Milliarden US-Dollar an Dry Powder für Buyout-Transaktionen in Europa.<sup>5</sup> Ausserdem ist zu erwarten, dass Private-Debt-Lösungen auch in neuen geografischen Regionen sowie einer breiteren Gruppe von Kreditnehmern angeboten werden. In der Vergangenheit haben kleine und mittelgrosse Unternehmen den grössten Teil des Volumens von Private Debt ausgemacht. In Zukunft werden sich alternative Kreditgeber

### Leveraged Buyouts in Europa – durchschnittliche Eigenkapitalpuffer

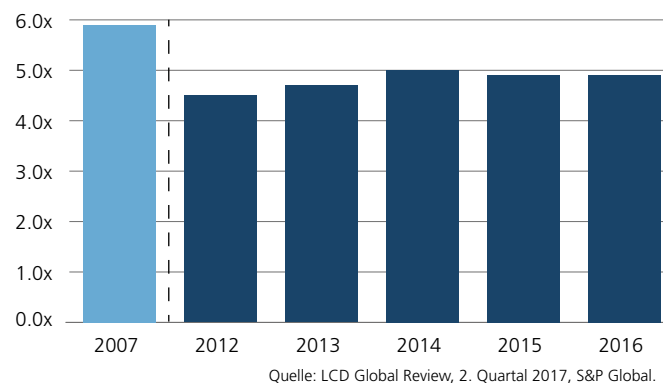


voraussichtlich aber auch an grösseren Transaktionen beteiligen. Hinzu kommt, dass Private Debt ohne Sponsor, was 40 Prozent des Private-Debt-Marktes in den USA ausmacht, in Europa bislang kaum existiert. Da sich alternative Kreditgeber auf dem europäischen Markt mehr und mehr zu einer etablierten Quelle für Finanzierungen entwickeln, dürften sich auch immer mehr sponsorlose Unternehmen an alternative Kreditgeber wenden, um ihr Wachstum zu finanzieren.

### Entwicklung der Risiko- und Preisdynamik

Eine treibende Kraft für die zunehmenden Private-Debt-Volumina auf dem Leveraged-Buyout-Markt ist eine bessere Risikodynamik. Das gesamte Marktumfeld für Private-Debt-Manager ist heute wesentlich solider als noch vor zehn Jahren. Damals hatten die Eigenkapitalpuffer (der Anteil des bei einem Buyout zur Verfügung gestellten Eigenkapitals im Vergleich zum gesamten Kapital) einen historischen Tiefstand erreicht und die Verschuldungsgrade im Vorfeld der weltweiten Finanzkrise lagen fast beim 6-fachen des EBITDA. Obwohl die Marktpremultiplikatoren insgesamt mit den Niveaus von vor zehn Jahren übereinstimmen, sind die Strukturen heute robuster. Der durchschnittliche Eigenkapitalpuffer bei europäischen Leveraged Buyouts ist von 33 Prozent im Jahr 2007 auf 49 Prozent im Jahr 2016 gestiegen. Gleichzeitig sind die Schulden im Verhältnis zum EBITDA vom 5,9-fachen auf das 4,9-fache gesunken, wie den folgenden Grafiken zu entnehmen ist.<sup>6</sup>

### Leveraged Buyouts in Europa – durchschnittliches Schulden/EBITDA-Verhältnis



<sup>5</sup> Quelle: Preqin-Datenbank per Oktober 2017

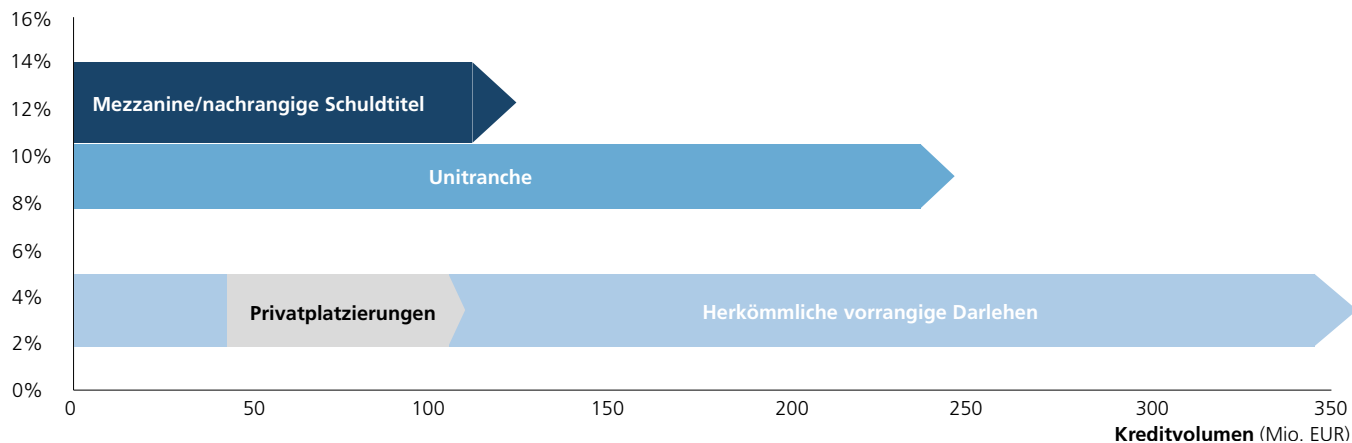
<sup>6</sup> Quelle: LCD Global Review, 2. Quartal 2017, S&P Global.

## Die wichtigsten Private-Debt-Strategien

Private Debt umfasst ein breites Spektrum an Anlagestrategien, die Finanzierungen über alle Komponenten einer Kapitalstruktur bieten. Die verschiedenen Strategien lassen sich in zwei Kategorien einordnen: Strategien zum «Kapitalerhalt» oder zur «Renditesteigerung». Kapitalerhaltstrategien (wie vorrangige Kredite und Unitranche-Finanzierungen) streben vorhersagbare Renditen an und bieten gleichzeitig einen gewissen Schutz bei Abwärtstrends. «Renditesteigerungsstrategien» (wie Mezzanine-Kredite) streben höhere Renditen an, indem sie Optionsscheine und/oder Eigenkapitalbeteiligungen einbeziehen. In der folgenden Grafik sind die gängigsten Private-Debt-Strategien im Hinblick auf Zinsspanne und Volumen des Kredits dargestellt.

### Die wichtigsten Private-Debt-Strategien

#### Angestrebte Brutto-Rendite



#### Herkömmliche vorrangige Kredite

Vorrangige Kredite können verschiedene Formen annehmen – vom Tilgungskredit mit einer Laufzeit von sechs bis acht Jahren bis hin zu revolvingierenden Kreditlinien, die mit Beständen oder Forderungen besichert sind. In Europa haben sie meistens ein Rating und werden meist von Banken vergeben. Vorrangige Kredite stehen in der Kapitalstruktur in der Regel ganz oben und sind mit erstrangigen Ansprüchen verbunden. Sie sind oft in mehrere Tranchen aufgeteilt, die jeweils unterschiedliche Preisgestaltungen und leicht abweichende Konditionen aufweisen. Im Falle einer Liquidation werden alle Gläubiger der verschiedenen Tranchen in der Regel gleich behandelt. Renditen werden fast ausschliesslich durch Zinszahlungen generiert. Im heutigen Marktumfeld werden vorrangige Kredite üblicherweise anhand eines Indizes zuzüglich einer Marge von 400–500 Basispunkten bepreist.

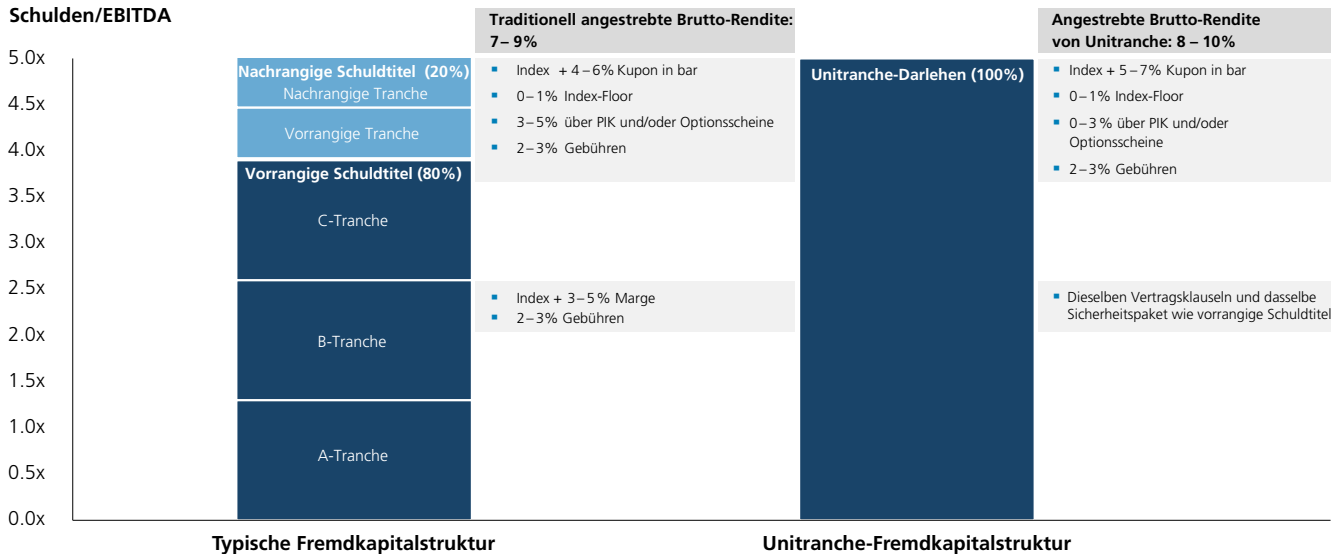
#### Unitranche-Kredite

Ein Unitranche-Kredit ist im Wesentlichen ein massgeschneiderter Kredit, eine erstrangige Finanzierungslösung, vorwiegend ohne Tilgung, die vorrangige und nachrangige Tranchen

in einem einzigen Finanzierungsprodukt vereint. Sie wird gelegentlich auch als «Stretched Senior Debt» bezeichnet. Statt einen Kredit mit einem vorrangigen Kreditgeber und einem nachrangigen Kredit oder einen Mezzanine-Kredit mit einem anderen Anbieter auszuhandeln, schliesst der Kreditnehmer nur mit einem Anbieter einen Vertrag ab (siehe folgende Grafik). Ein Unitranche-Kredit wird in der Regel mit einer Prämie von 100–250 Basispunkten gegenüber einer traditionell durch die Banken finanzierten Struktur bepreist, die eine Mischung aus vorrangigem Kredit und Mezzanine-Kredit enthält, da sie dem Kreditnehmer verschiedene Vorteile bietet. Ein Vorteil ist, dass der Kreditnehmer nur einen einzigen Vertrag mit einem Geldgeber abschliesst, der eine für den Bedarf des Kreditnehmers massgeschneiderte Kreditlösung bietet. Hinzu kommt, dass Unitranche-Anbieter ein starkes Interesse daran haben, eine zugesagte, nicht abgerufene Finanzierung bereitzustellen, um den Kreditnehmer beispielsweise in die Lage zu versetzen, Akquisitionen und Wachstumspläne zu finanzieren. Banken sind hingegen angesichts der strengeren Kapitalanforderungen, denen sie unterliegen, häufig zögerlich bei der Bereitstellung einer solchen Lösung.

### Darstellung der Unitranche-Struktur

#### Schulden/EBITDA



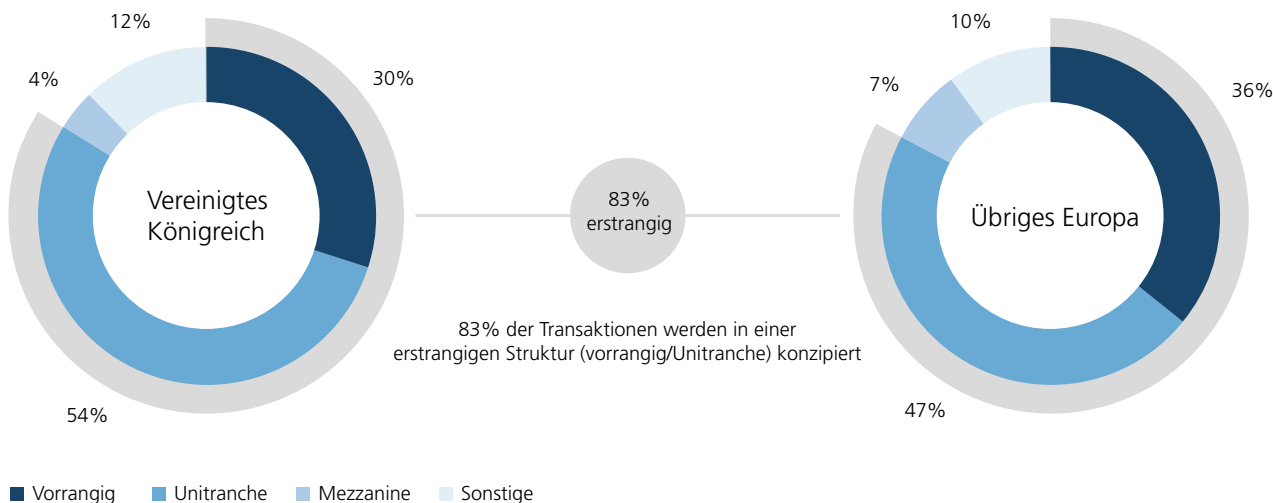
### Mezzanine-Kredite

Mezzanine-Kredite haben in der Regel die Form einer nachrangigen Schuldverschreibung und sind nach vorrangig besicherten Krediten zurückzuzahlen. Die Renditen setzen sich aus mehreren Komponenten zusammen, darunter Zinszahlungen und Optionsscheine, um an der Wertentwicklung des Unternehmens beteiligt zu sein. Mezzanine-Kredite werden aufgrund ihres zweiten oder dritten Rangs in der Kapitalstruktur höher bepreist. Die Zinszahlungen für Mezzanine-Kredite liegen üblicherweise zwischen 400 und 600 Basispunkten. Ein Mezzanine-Kredit ist ein privates Schuldinstrument, das von Kreditgebern strukturiert wird, bei denen es sich um Investmenthäuser, die auf Mezzanine-Kredite spezialisiert sind, und andere Anleger wie Hedge Fonds handeln kann.

### Nutzung der verschiedenen Private-Debt-Strategien in Europa

Die beliebteste Private-Debt-Strategie in Europa sind heute Unitranche-Kredite, die üblicherweise bei Transaktionen im mittleren Marktsegment von Unternehmen genutzt werden, die Wachstumspläne über Akquisitionen verfolgen oder Investitionsbedarf haben. Angesichts seiner Stellung im ersten Rang eignet es sich ideal als Ersatz für traditionelle Finanzierungsstrukturen. Der grösste Teil des Unitranche-Volumens in Europa entfällt auf Frankreich und Grossbritannien. Es ist aber mit einer weiteren Verbreitung in anderen europäischen Ländern wie Deutschland, den Benelux-Staaten, Spanien und Italien zu rechnen.

### Nutzung der verschiedenen Private-Debt-Strategien in Europa



Quelle: Alternative Lender Deal Tracker, 2. Quartal 2017, Deloitte. Rein vorrangige Transaktionen mit einer Preisgestaltung von D + 650 Bp. oder mehr werden als Unitranche klassifiziert. Preisgestaltungen unterhalb dieser Grenze fallen in die Kategorie vorrangige Forderungen.

# Private Debt in einem Portfolio

## Definition einer Private-Debt-Allokation

Private Debt kann in verschiedene Anlageklassen eines Portfolios fallen, je nachdem, wie das Private-Debt-Portfolio aufgebaut ist. Üblicherweise wird Private Debt als eine Ergänzung einer bestehenden Allokation in festverzinsliche Papiere betrachtet. Private-Debt-Strategien mit einem bedeutenden Anteil am Aufwertungspotenzial des Eigenkapitals könnten jedoch auch eine Ergänzung zu einer Private-Equity-Allokation oder einer breiteren Allokation in Privatmärkte sein. Zielallokationen für Private Debt schwanken je nach Anlegertyp erheblich. Um jedoch den Umsetzungsaufwand zu rechtfertigen und einen wesentlichen Beitrag zu einem Gesamtportfolio zu leisten, empfiehlt sich in der Regel eine Zielallokation von fünf bis zehn Prozent. Man sollte jedoch unbedingt bedenken, dass der Aufbau einer robusten Private-Debt-Allokation mitunter mehrere Jahre dauern kann. Private-Debt-Strategien sollten im Kontext eines bereits diversifizierten Investmentportfolios betrachtet werden, da das Renditepotenzial mit geringerer Liquidität verbunden ist. Eine ideale Private-Debt-Allokation hängt zudem von der allgemeinen Risikobereitschaft und den Renditezielen eines Anlegers ab. Ausserdem gilt es zu berücksichtigen, dass das Kapital, das einem Private-Debt-Fonds zugesagt wird, nicht auf einmal, sondern über mehrere Jahre eingezahlt wird.

## Umsetzung einer Private-Debt-Allokation

Wenn Anleger eine Zielallokation für Private Debt festgelegt haben, müssen sie sich überlegen, wie sie ein Private-Debt-Portfolio optimal strukturieren. Wie bei anderen Anlageklassen ist auch hier die Diversifizierung von entscheidender Bedeutung. Eine Investition in einen Private-Debt-Manager mit einem Portfolio von 20–35 Krediten ist kein optimaler Ansatz. Um das Diversifizierungspotenzial von Private Debt innerhalb eines Portfolios voll auszuschöpfen, sollten Anleger ihre Private-Debt-Investitionen idealerweise auf verschiedene Kreditarten, Manager, geografische Regionen, Währungen und Auflegungsjahre verteilen. Hierdurch wird das Gesamtrisiko, das sich aus einzelnen Risikofaktoren ergibt, gemindert und das Risiko-Rendite-Profil des Portfolios verbessert. Die Umsetzung einer Private-Debt-Allokation ähnelt eher der Umsetzung einer Private-Equity-Allokation als einer Allokation in traditionelle Anlageklassen, da der Private-Debt-Markt komplex und wenig transparent ist. Anders als bei herkömmlichen Anlageklassen stehen keine öffentlich zugänglichen Informationen zur Verfügung. Daher benötigen Anleger Ressourcen und ein gutes Beziehungsnetz, um mögliche Private-Debt-Manager genauer zu analysieren sowie eine quantitative und qualitative Due Dilligence durchzuführen.

Idealerweise sollte Folgendes abgedeckt werden:

- Anlagestrategie
- Erfahrung des Anlageteams
- Zugang des Fondsmanagers zu Transaktionen
- Kredit-Know-how und operative Erfahrung
- Erfolgsbilanz früherer Investitionen, einschliesslich Verlusten
- Fondsbedingungen und Übereinstimmung mit den Interessen der Anleger

## Kapitalzusagen gegenüber einem Private-Debt-Fonds

Private-Debt-Fonds, die Investitionen in Europa tätigen wollen, sind in der Regel als geschlossene Kommanditgesellschaften strukturiert, bei denen der Fondsmanager neue Kapitalzusagen nur während des Fundraising-Zeitraums akzeptiert. Anleger sagen einer Kommanditgesellschaft Kapital zu, sind aber nicht in die Anlageentscheidungen eingebunden und geniessen eine beschränkte Haftung. Anleger müssen sich zudem auf die künftigen Anlageentscheidungen des Fondsmanagers verlassen, da der Fonds zu dem Zeitpunkt, zu dem der Anleger sein Kapital zusagt, üblicherweise noch keine Investitionen getätigt hat. Dieses Risiko wird auch als «Blind Pool»-Risiko bezeichnet.

Die wesentlichen Bedingungen der Gesellschaft sind im Kommanditgesellschaftsvertrag festgelegt, dem der Fonds unterliegt. Zu den wesentlichen Bedingungen gehört unter anderem Folgendes:

- Angestrebte Grösse des Fonds
- Laufzeit des Fonds
- Managementgebühr
- Vorzugsrendite/«Hurdle Rate»
- Performancegebühr/«Carried Interest»
- Bestimmungen zu Schlüsselpersonen

Der Private-Debt-Manager ist von der Gründung bis zur Auflösung für die Leitung der Kommanditgesellschaft verantwortlich. Anleger zahlen über einen Investitionszeitraum von in der Regel drei Jahren bis zur Höhe ihrer vorab gemachten Zusage abgerufenes Kapital in den Fonds ein. In der Regel ruft der Fondsmanager bei den Anlegern immer dann Kapital ab, wenn eine Investition finanziert werden soll. Zu Beginn der Laufzeit eines Fonds ist der Netto-Cashflow für Anleger negativ, wobei der Break-even-Punkt üblicherweise im siebten oder achten Jahr erreicht wird. Ausschüttungen an Anleger in den frühen Jahren des Bestehens eines Fonds werden aus den Transaktionsgebühren und Kuponzahlungen in Verbindung mit den Krediten gezahlt, die der Private-Debt-Fonds vergeben hat. Diese Ertragsausschüttungen beginnen in der Regel früh in der Laufzeit des Fonds und werden im Allgemeinen vierteljährlich

gezahlt. Grössere Ausschüttungen an Anleger erfolgen erst nach Ende des Investitionszeitraums, wenn die Kredite zurückgezahlt werden. Ausschüttungen werden so lange gezahlt, bis der letzte Kredit zurückgezahlt ist. Anschliessend wird der Fonds aufgelöst, was üblicherweise frühestens acht Jahre nach seiner Auflegung geschieht. Wie bei Private Equity lässt sich der genaue Zeitpunkt sowie die Höhe der Kapitalabrufe und der Ausschüttungen an Anleger nicht genau vorhersagen. Ein veranschaulichendes Beispiel für ein Cashflow-Profil eines Private-Debt-Fonds ist unten dargestellt.

### Übliche Gebühren von Private-Debt-Fonds

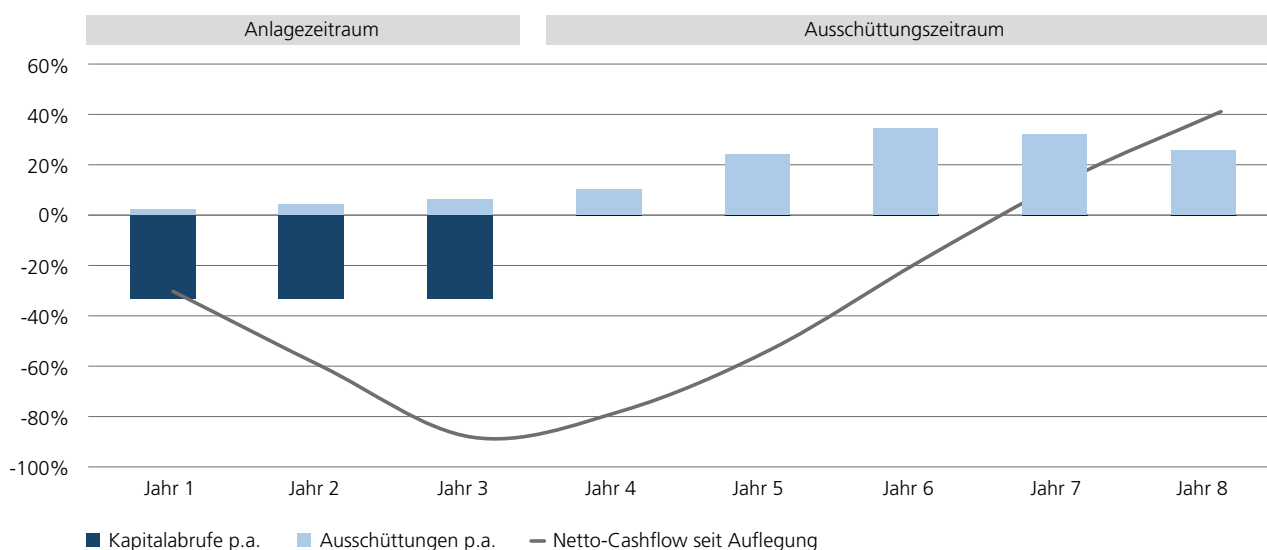
Wesentliche Gebühren eines Private-Debt-Fonds sind die Management- und die Performancegebühr, wobei die letztere Gebühr im Allgemeinen als «Carried Interest» bezeichnet wird. Die Managementgebühr hängt von der Art der Anlagestrategie ab, die ein Fonds verfolgt, liegt aber in der Regel bei ein bis zwei Prozent p.a., berechnet auf der Grundlage des zugesagten oder des investierten Kapitals. Nachdem ein Private-Debt-Fonds das gesamte Kapital, das er von den Anlegern abgerufen hat, zuzüglich einer vereinbarten Mindestrendite, die auch als «Hurdle Rate» oder «Vorzugsrendite» bezeichnet wird, zurückgezahlt hat, hat der Fondsmanager (General Partner) Anspruch auf einen Gewinnanteil (d.h. «Carried Interest»). Nach gängiger Marktpraxis liegt die Hurdle Rate üblicherweise bei fünf bis acht Prozent p.a. und der «Carried Interest» bei zehn bis 20 Prozent.

### Performancemessung

Die beiden wichtigsten Masse, die für die Messung der Performance von Private-Debt-Anlagen herangezogen werden, sind der interne Zinsfuss (Internal Rate of Return, IRR) und die Investment Multiples. Der IRR eignet sich insbesondere für die Beurteilung der Performance von Private Debt, da er den zeitlichen Effekt von Cashflows erfasst. Der IRR ist der Diskontierungssatz, zu dem der Gegenwartswert aller Cashflows gleich Null ist. Neben der IRR sind Investment Multiples ein ergänzendes Mass für die Einschätzung der Performance einer Private-Debt-Investition. Die Multiples drücken den Wert der Anlagerendite für Anleger als Vielfaches der Kostenbasis aus, berücksichtigen aber nicht die zeitliche Verteilung von Cashflows. Die beiden am meisten verwendeten Multiples sind:

- D/PI (Distributions to paid-in Capital Ratio) – die Summe der erhaltenen Ausschüttungen in Relation zu dem bis dato in den Fonds eingezahlten Kapital.
- TV/PI (Total Value to paid-in Capital Ratio) – die Summe der erhaltenen Ausschüttungen und des nicht realisierten Werts in Relation zu dem bis dato in den Fonds eingezahlten Kapital.

### Veranschaulichendes Beispiel – Cashflow-Profil eines Private-Debt-Fonds



# Hauptrisiken

Vor der Entscheidung, in Private Debt zu investieren, sollten sich Anleger mit Anlagerisiken im Allgemeinen und mit den für Private Debt spezifischen Anlagerisiken auseinandersetzen. Private Debt weist eine Reihe von Risiken auf, die je nach Finanzierungsart und der Struktur einer Finanzierung sowie der Erfahrung des Fondsmanagers bei der Auswahl von Transaktionen sehr unterschiedlich sein können. Anleger sollten insbesondere mit Begriffen wie Illiquidität, Kreditrisiko und potenziellem Ausfall/Verlust, Zinsrisiko, mangelnder Transparenz und Ausfall der Kapitalzusagen vertraut sein.

## Illiquidität

Private-Debt-Anlagen sind als illiquide Investitionen für langfristig orientierte Anleger gedacht, die eine Buy-and-hold-Strategie verfolgen. Die typische Laufzeit eines Private-Debt-Fonds beträgt acht bis zehn Jahre oder mehr. Da es keinen regulierten Markt für Private-Debt-Anlagen gibt, liegt die Rücknahme von zugesagtem Kapital oder der Verkauf von Anteilen an einem Private-Debt-Fonds in der Regel im Ermessen des Fondsmanagers. Die Machbarkeit und Attraktivität eines Verkaufs auf dem Sekundärmarkt fallen je nach Qualität des Fonds und den vorherrschenden Marktbedingungen sehr unterschiedlich aus. Es ist nicht ungewöhnlich, dass Verkäufer beim Verkauf von Anteilen an Private-Debt-Fonds auf dem Sekundärmarkt erhebliche Abschläge hinnehmen müssen. Anleger sollten sich des langen Zeithorizonts und des illiquiden Charakters der Anlageklasse Private Debt bewusst sein, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

## Kreditrisiko und potenzieller Ausfall/Verlust

Die meisten Private-Debt-Strategien haben kein Rating und erfüllen möglicherweise nicht die Kategorie «sehr gute bis gute Bonität». Je nach Kategorie kann das Kreditrisiko eines Private-Debt-Kredits niedriger oder höher sein als das öffentlicher Kredite mit ähnlichem Rating. Private-Debt-Kredite profitieren oft von strengeren Vertragsklauseln und einer ständigen Kreditüberwachung. Ein Private-Equity-Sponsoring kann zudem das Ausfallrisiko tendenziell mindern. Es besteht jedoch immer die Möglichkeit, dass das zugrunde liegende Unternehmen sich nicht wie erwartet entwickelt oder von globalen wirtschaftlichen Ereignissen beeinträchtigt wird, die sich seinem Einfluss entziehen.

## Zinsrisiko

Die Risiken im Zusammenhang mit Zinsänderungen variieren bei unterschiedlichen Private-Debt-Strategien. Leveraged Loans haben variable Zinssätze, die mit den zugrunde liegenden Referenzzinssätzen wie dem LIBOR schwanken. Dies führt zu höheren Kuponzahlungen, wenn der Referenzzinssatz steigt, und zu entsprechend niedrigeren Kuponzahlungen, wenn der Referenzzinssatz fällt.

## Mangelnde Transparenz

Es ist schwierig, vergleichbare Wertentwicklungsdaten für einzelne Private-Debt-Fonds zu erhalten, da Private-Debt-Fonds in der Regel nicht verpflichtet sind, ihre Performancezahlen offenzulegen. Detaillierte Informationen zur Performance erhalten gewöhnlich nur die Anleger des jeweiligen Private-Debt-Fonds. Dies macht einen Vergleich von Managern schwierig. Einige kommerzielle Research-Organisationen veröffentlichen Performancedaten, aber diese Zahlen sollten lediglich als Anhaltspunkt betrachtet werden.

## Ausfall der Kapitalzusagen

Wenn ein Anleger Kapitalabrufen nicht nachkommt, führt dies wahrscheinlich zu Verlusten und Strafzahlungen. Gemäss der rechtlichen Dokumentation zu einem Private-Debt-Fonds darf der Manager in der Regel Kapitalabrufe tätigen, bis das gesamte zugesagte Kapital abgerufen ist. Wenn ein Anleger die geforderten Zahlungen nicht leistet, hat der Fondsmanager das Recht, dem Anleger zusätzliche Gebühren zu berechnen. Im Extremfall kann ein Anleger erhebliche Kapitalverluste erleiden.

## Fazit

Private Debt hat sich in Europa als eigenständige Anlageklasse etabliert, da Anleger nach höheren Renditen, besserer Diversifizierung und geringerem Risiko suchen. Die Anlageklasse Private Debt hat in der Vergangenheit wettbewerbsfähige risikobereinigte Renditen generiert, was sie zu einer attraktiven Alternative zu herkömmlichen Anleihen- und Aktienanlagen macht. Das Anlegen in Private Debt erfordert ein langfristiges Engagement sowie die Bereitschaft, ein geringeres Mass an Liquidität und zum Teil unvorhersagbare Cashflows in Kauf zu nehmen. Zudem hängen die Renditen von Private Debt von der Möglichkeit ab, in die besten Private-Debt-Manager zu investieren. Denn zwischen Fonds im oberen und im unteren Quartil kann es erhebliche Renditeabweichungen geben. Angesichts der Komplexität des

Private-Debt-Marktes muss eine sorgfältige Due Diligence durchgeführt werden. Wenn man in geeignete Private-Debt-Manager investiert, kann diese Anlageklasse attraktive risikobereinigte Renditen liefern. In der folgenden Tabelle sind die wesentlichen Unterschiede zwischen Private Debt, Private Equity und Aktien aufgeführt.

<b>Private Debt im Vergleich zu Private Equity und Aktien</b>			
<b>Parameter</b>	<b>Private Debt</b>	<b>Private Equity</b>	<b>Aktien</b>
Angebotsart	Geschlossen	Geschlossen	Offen
Anlagehorizont	< 10 Jahre	> 10 Jahre	Keiner
Markt	Privatplatzierung	Privatplatzierung	Börse
Mindestanlage	Hoch	Hoch	Keine/niedrig
Investitionsstrategie	Halb aktiv	Aktiv	Passiv
Transparenz der zugrunde liegenden Vermögenswerte	Niedrig/beschränkt	Niedrig/beschränkt	Hoch
Anzahl der zugrunde liegenden Vermögenswerte pro Fonds	20–35	8–12	Unterschiedlich
Kapitalverwendung	Schrittweise über mehrere Jahre	Schrittweise über mehrere Jahre	Immer vollständig investiert
Barrendite	Vierteljährliche Kuponzahlungen in bar	Keine	Mögliche jährliche Dividende
Preise	Vierteljährliche Bewertungen	Vierteljährliche Bewertungen	Kontinuierlich
Preisvolatilität	Tief	Tief	Hoch
Realisierung	Rückzahlung der Darlehen im Zuge eines Exit-Ereignisses	Beteiligung wird verkauft oder an eine Börse gebracht	Aktien an Börsen verkauft

## Glossar

### Ausfall

Ein Ereignis, bei dem ein Kreditnehmer bestimmte in seinem Kreditvertrag vereinbarte Vorgaben nicht einhält. Hierbei kann es sich um nicht wie vereinbart bereitgestellte Informationen, die Nichteinhaltung bestimmter Finanzkennzahlen oder nicht geleistete Zahlungen von Zinsen oder Kapital zum vereinbarten Zeitpunkt handeln.

### Ausschüttung

Barmittel, die an die Anleger eines Private-Debt-Fonds ausgezahlt werden.

### Business Development Company (BDC)

Ein börsennotiertes Vehikel, das in den USA genutzt wird, um in Private Debt zu investieren. BDCs bieten ihren Anteilsinhabern Zugang zu Private Debt bei täglicher Liquidität. In Europa gibt es kein vergleichbares Modell, was auf die wenig einheitlichen rechtlichen, regulatorischen und kulturellen Rahmenbedingungen zurückzuführen ist.

### Buyout

Eine Transaktion, in deren Rahmen ein Geschäft, eine Geschäftseinheit oder ein Unternehmen von den aktuellen Anteilsinhabern gekauft wird.

### Catch-up

Nachdem ein Private-Debt-Fonds das von den Anlegern abgerufene Kapital und die Vorzugsrendite zurückgezahlt hat, beginnt für den Fonds gewöhnlich eine Catch-up-Periode. In dieser Zeit erhält der Fondsmanager den Grossteil oder die Gesamtheit der Gewinne, die der Fonds erzielt hat, bis die vereinbarte Gewinnbeteiligungsschwelle («Carried Interest») erreicht ist.

### Commitment Period

Zeitraum, in dem ein Fonds Investitionen tätigen kann.

### Distributions to paid-in Capital (D/PI)

Ausschüttungen, die in Relation zu dem in einen Fonds eingezahlten Kapital vorgenommen werden.

### Equity Kicker

Ein Eigenkapitalanreiz, der in Kombination mit privat platzierten nachrangigen Darlehen oder Mezzanin-Darlehen geschaffen wird, um die Rendite für den Kreditgeber zu verbessern.

### Gewinnbeteiligung

Gewinnanteil, auf den ein Fondsmanager Anspruch hat, nachdem er den Investoren die Kosten der Anlagen zurückgezahlt hat, zuzüglich einer festgelegten Vorzugsrendite. Gewöhnlich als Prozentsatz des Gesamtgewinns eines Fonds ausgedrückt.

### Interne Verzinsung (Internal Rate of Return oder IRR)

Der Abzinsungsfaktor, bei dessen Verwendung der aktuelle Wert der künftigen Kapitalströme einer Investition den ursprünglichen Kosten der Investition entspricht. Es wird bestimmt, wann der Nettowert der Kapitalabflüsse (Investitionskosten) und die Kapitalzuflüsse (Ertrag der Investition) null beträgt. In diesem Fall entspricht der Abzinsungsfaktor der internen Verzinsung.

### Kapitalabruf

Teil des zugesagten Kapitals, der von einem Private-Debt-Fonds für Investitionen und zur Zahlung der Verwaltungsgebühren sowie sonstiger Kosten abgerufen wird.

### Kapitalzusage

Die Verpflichtung eines Anlegers, einen bestimmten Betrag in den Fonds einzuzahlen.

### Fondsmanager (General Partner, GP)

Der aktive General Partner eines Limited Partnerships (die meistverbreitete Form eines Private-Debt-Fonds), der die Tagesgeschäfte des Fonds führt, der Fondsmanager.



**Leveraged Loan**

Ein besichertes Darlehen, das an ein Unternehmen vergeben wird, das kein Investment-Grade-Rating besitzt. Der Kuponsatz ist in der Regel variabel.

**Mezzanine-Darlehen**

Ein nachrangiges Darlehen, das in der Kapitalstruktur einem vorrangigen Darlehen untergeordnet ist. Mezzanine-Darlehen haben höhere Zinssätze zum Ausgleich des höheren Risikos.

**Mid-Market**

Markt der Unternehmen mit einem Wert von bis zu 500 Millionen EUR, wobei diese Definition nach geografischen Regionen erheblich schwanken kann.

**Nachrangige Schulden**

Ein Darlehen, das im Hinblick auf Ansprüche auf die Vermögenswerte oder Gewinne eines Unternehmens im Rang hinter anderen Ausleihungen steht.

**Optionsschein**

Eine Option verleiht ihrem Inhaber das Recht, Anteile eines Unternehmens zu einem festgelegten Preis zu kaufen.

**Paid-in Capital (PI)**

Betrag des zugesagten Kapitals, den der Anleger tatsächlich in einen Private-Debt-Fonds eingezahlt hat.

**Payment-in-kind (PIK)**

Eine Form der Zinszahlung, bei der die Zinsen in Kapital des Darlehens umgewandelt werden, um die Cashflow-Last der Schulden für den Kreditnehmer zu verringern.

**Second Lien**

Ein Darlehen, bei dem der Darlehensgeber bei einem Ausfall im zweiten Rang steht.

**Total Value to paid-in Capital (TV/PI)**

Summe der erhaltenen Ausschüttungen und des nicht realisierten Werts in Relation zu dem in einen Fonds eingezahlten Kapital.

**Vorzugsrendite**

Mindestbetrag der Rendite, die an Anleger ausgeschüttet werden muss, bevor der Private-Debt-Manager Anspruch auf Gewinnbeteiligung hat. Wird auch als «Hurdle Rate» bezeichnet.

**LGT Capital Partners AG**

Schützenstrasse 6  
 CH-8808 Pfäffikon  
 Tel. +41 55 415 96 00  
 Fax +41 55 415 96 98

**LGT Capital Partners (USA) Inc.**

1133 Avenue of the Americas  
 New York, NY 10036  
 Tel. +1 212 336 06 50  
 Fax: +1 212 336 06 99

**LGT Capital Partners (Ireland) Ltd.**

Third floor  
 30 Herbert Street  
 Dublin 2  
 Tel. +353 1 433 74 20  
 Fax +353 1 433 74 25

**LGT Capital Partners (U.K.) Ltd.**

35 Dover Street  
 London W1S 4NQ  
 Tel. +44 20 7529 0960  
 Fax +44 20 7529 0979

**LGT European Capital Ltd.**

37 Avenue Pierre 1er de Serbie  
 75008 Paris  
 Tel. +33 1 40 68 06 66  
 Fax +33 1 40 68 06 88

**LGT Capital Partners (FL) Ltd.**

Herrengasse 12  
 FL-9490 Vaduz  
 Tel. +423 235 25 25  
 Fax +423 235 25 00

**LGT Capital Partners (Dubai) Limited**

Office 7, Level 3, Gate Village 10  
 Dubai International Financial Centre  
 PO Box 125115  
 Dubai, United Arab Emirates  
 Phone +971 4 401 9900  
 Fax +971 4 401 9991

**LGT Investment Consulting  
(Beijing) Ltd.**

Suite 1516, 15th Floor  
 China World Tower 1  
 No. 1 Jianguomenwai Avenue  
 Chaoyang District  
 Peking, VR China 100004  
 Tel. +86 10 5737 2502  
 Fax +86 10 5737 2627

**LGT Capital Partners  
(Asia-Pacific) Ltd.**

Suite 4203 Two Exchange Square  
 8 Connaught Place  
 P.O. Box 13398  
 Central Hongkong, HK  
 Tel. +852 2522 2900  
 Fax +852 2522 8002

**LGT Capital Partners (Japan) Co., Ltd.**

17th Floor Stage Building  
 2-7-2 Fujimi, Chiyoda-ku  
 102-0071 Tokio  
 Tel. +81 3 6272 6442  
 Fax +81 3 6272 6447

**LGT Capital Partners  
(Australia) Pty Limited**

Level 36 Governor Phillip Tower  
 1 Farrer Place  
 Sydney NSW 2000  
 Tel. +61 414 375 513

---

**Disclaimer**

Dieses Marketingmaterial wurde von der LGT Capital Partners und / oder mit ihr verbundenen Unternehmen (nachfolgend "LGT CP") mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Die LGT CP gibt jedoch keine Gewähr hinsichtlich dessen Inhalt und Vollständigkeit und lehnt jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Die in diesem Marketingmaterial geäusserten Meinungen sind diejenigen der LGT CP zum Zeitpunkt der Redaktion und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Das Marketingmaterial dient ausschliesslich In-

formationszwecken und der Nutzung durch den Empfänger. Es stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Dienstleistungen dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. Insbesondere ist dem Empfänger empfohlen, allenfalls unter Hinzunahme eines Beraters, die Informationen in Bezug auf die Vereinbarkeit mit seinen eigenen Verhältnissen, auf juristische, regulatorische, steuerliche und andere Konsequenzen zu prüfen. Dieses Marketingmaterial darf ohne schriftliche Genehmigung der LGT CP weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt werden. Es richtet sich nicht an Personen, deren Nationalität oder

Wohnsitz den Zugang zu solchen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbieten. Dieses Marketingmaterial oder Kopien davon dürfen weder in die Vereinigten Staaten noch an US-Personen gesendet, überbracht oder verteilt werden. Mit jeder Anlage sind Risiken, insbesondere diejenigen von Wert- und Ertragschwankungen verbunden. Bei Fremdwährungen besteht zusätzlich das Risiko, dass die Fremdwährung gegenüber der Referenzwährung des Anlegers an Wert verliert. Zu beachten ist, dass historische Renditeangaben und Finanzmarktszenarien keine Garantie für zukünftige Ergebnisse sind. © LGT Capital Partners 2018. Alle Rechte vorbehalten.

**LGT Capital Partners Ltd.**  
Schützenstrasse 6, CH-8808 Pfäffikon  
Tel.: +41 55 415 96 00, lgt.cp@lgt.com

[www.lgtcp.com](http://www.lgtcp.com)

