



## Schwerpunktthema „Private Debt“

Der BAI e.V. dankt folgenden Sponsoren für die freundliche Unterstützung dieses Newsletters:

**BlackRock**

CapitalDynamics  
TRULY INVESTED.

**CAPZA**

**ENGEL & VÖLKERS**  
- ASSET MANAGEMENT -

 **FRANKLIN  
TEMPLETON**

**GOLDING**

**HAYFIN**

**Helaba Invest**

*Muzinich & Co*

 **NATIXIS**  
INVESTMENT MANAGERS

 **Partners Group**  
REALIZING POTENTIAL IN PRIVATE MARKETS

**PIMCO**

**YIELCO**  
Investments

### Bitte merken Sie sich den folgenden Termin vor!

Donnerstag, 30. September 2021 – virtuell  
BAI InnovationsDay

## Inhalt

- 3** Leitartikel  
Frank Dornseifer, BAI e.V.
- 7** Mitgliederneuvorstellungen
- 9** Statements der Bundesparteien im Vorfeld der Bundestagswahl 2021 zu Finanzmarktthemen  
BAI e.V.
- 9** Ein guter Match – ESG und Private Debt  
Harald Klug und Theo Weber, BlackRock
- 9** Beitragstitel  
Capital Dynamics
- 9** Vorteile von Private Debt gegenüber liquiden High Yield-Strategien  
Bertram Schütz, CAPZA
- 9** Real Estate Debt: Attraktives Investment und maßgeschneiderte Finanzierungslösung zugleich  
Jörg Scheidler, Engel & Völkers Capital AG
- 18** Middle Market Direct Lending  
Vorteile der Umsetzung von ‚Sponsored‘ und ‚Non-Sponsored‘ Transaktionen  
Stefan Bauer, Franklin Templeton
- 9** Anspruchsvolle Partner - Co-Investments mit Private Debt-Fonds  
Abhik Das, Golding Capital Partners
- 9** Beitragstitel  
Hayfin
- 18** Direct Lending – Parameter einer attraktiven Anlageklasse  
Anja Katharina Jegen, Helaba Invest
- 18** Accessing Opportunities in Asia Pacific Private Debt  
Andrew Tan, Muzinich
- 18** Mit Private Debt Nachhaltigkeit vorantreiben  
Nicole Downer, Natixis Investment Managers
- 18** Attraktivität von Direct Lending im aktuellen Marktumfeld  
Alexander Ott, Partners Group
- 18** Gewerbeimmobilien: Der Markt für Büroflächen nach der Pandemie  
John Murray, PIMCO, Francois Trausch, Allianz Real Estate, Megan Walters, Allianz Real Estate, Michael Chandra, PIMCO
- 18** Specialty Lending: Empirische Untersuchung zum Rendite-/Risikoprofil  
Börge Grauel und Konstantin Schuster, YIELCO Investments AG
- 49** Veranstaltungshinweise
- 57** Buchvorstellungen

Börge Grauel, Co-Head Private Debt, und Konstantin Schuster, Investment Manager, YIELCO Investments AG

## Einführung zu Specialty Lending

Seit mehr als zehn Jahren hat sich der klare strukturelle Trend verfestigt, dass ein immer größerer Anteil des Kreditmarktes nicht mehr klassisch über Banken abgewickelt wird, sondern über anderweitige Marktteilnehmer. Bei größeren Volumina ist das vornehmlich der liquide Kapitalmarkt über syndizierte Kredite oder börsennotierte Anleihen. Im Mid-Market kommen hingegen Private Debt-Lösungen zum Einsatz: insbesondere Direct Lending hat sich als Finanzierungsalternative etabliert und trifft auf den Bedarf von institutionellen Investoren, alternative Ertragsquellen zu erschließen. Die Finanzierungsanlässe sind hierbei aber nicht breit gestreut, im klaren Fokus derartiger Strategien stehen überwiegend Unternehmenskredite im Leveraged Finance-Kontext, also die Finanzierung von Private Equity-Akquisitionen. Dieser Ausschnitt des Marktes verfügt über eine Reihe positiver Attribute, die aus Anlegersicht nachhaltig attraktiv sind. Das Segment ist inzwischen etabliert, ein weites Feld an Fondsan-

biern ist aktiv, eine längere Performancehistorie ist verfügbar und die Markttransparenz inzwischen recht hoch. Gleichwohl die Investitionslogik von Direct Lending sehr schlüssig ist - die nachhaltige Ertragskraft der finanzierten Unternehmen als Kreditbasis (sog. „Cash-Flow-Lending“) - so ist nicht zu vernachlässigen, dass es sich hierbei nur um einen engen Blick auf den Kreditmarkt handelt. Aus Sicht der Portfoliosteuerung ist zu berücksichtigen, dass über 80% des Kapitals in Verbindung mit der Aktivität des Private Equity-Marktes steht und Anleger somit über ein Exposure in Direct Lending letztlich der Dynamik in diesem Bereich unterworfen sind.

Ein weites Feld an Finanzierungsthemen wird durch diese Fonds gar nicht bedient, das sich übersichtshalber in die Segmente Consumer, Commercial, Real Assets, Corporate, und Nischen-Assets unterteilen lässt. Übergreifend folgt die Kreditphilosophie hier einem «Asset-based»- Ansatz, bei dem verwertbare Vermögensgegenstände den Kredit absichern. Dies können konkrete, physische Assets, wie Immobilien, oder auch finanzielle Assets wie kurzlaufende Darlehensportfolien sein.

## Specialty Lending-Sektoren



### Consumer

- » Forderungen
- » Kreditkarten
- » Point of Sale Finance



### Commercial

- » SMEs
- » Equipment Finance
- » Trade Finance / Factoring



### Real Assets

- » Infrastrukturprojekte
- » Transport
- » Immobilien



### Corporate

- » Asset-orientiert Corporate
- » Healthcare Lending / Royalties
- » Technologie / Software Recurring Revenue



### Esoteric Assets

- » Royalties / Musik-/ Filmrechte
- » Litigation Finance
- » Life Settlements

Innerhalb dieser Sektoren entfällt weiterhin der Großteil auf banken- oder kapitalmarktorientiertes, investmentgrade-nahes Volumengeschäft. Specialty Lending setzt genau dort an, wo Komplexität verhindert, dass notwendiger Finanzierungsbedarf schnell und effizient prozessiert werden kann. Es bedarf hier eines individuellen Vorgehens mit deutlich intensiverer, detaillierterer Kreditprüfung und bilateraler, massgeschneiderter Strukturierung. Etwaige Risiken werden durch die vorrangige Position in der Kapitalstruktur, Asset-Absicherung und zusätzlich beigebrachte Sicherheiten oder Garantien abgedeckt. Naturgemäß handelt es sich somit eher um selektive Nischensituationen, in denen derartige Finanzierungslösungen zum Einsatz kommen. Fondsmanager, die sich auf diese Strategie speziali-

sieren und aktiv Investmentchancen in diesen Lücken im Kreditmarkt suchen, haben aufgrund überschaubarer Wettbewerbsdynamik eine gute Ausgangsbasis, um vorteilhafte Kreditabsicherungen zu implementieren und vergleichsweise hohe Zinssätze bzw. Gesamtrenditen inkl. Gebühren und variablen Erfolgsbeteiligungen zu verhandeln – in der Regel über 10% p.a. Für die Kreditnehmer sind diese Fremdkapitalkosten durchaus ökonomisch rational, weil sich nur darüber, z.B. unter Zeitdruck, ein Projekt oder Business Plan realisieren lässt - bei immer noch attraktiven Eigenkapitalrenditen. Vielfach sind diese Kosten auch nur temporär zu tragen, da eine Specialty Finance-Lösung häufig nach 2 oder 3 Jahren deutlich günstiger refinanziert werden kann.



## Untersuchung zum Rendite-/Risikoprofil

### Herausforderungen und Datenbasis

Es stellt sich die Frage, welche Rendite- und Risikomerkmale diese Anlagestrategie nun auf breiterer statistischer Basis und über einen längeren historischen Zeitraum ausweisen kann und ob die indizierte Renditehöhe nicht mit erhöhter Volatilität und deutlichen Verlustquoten erkauft wird. Es ist schnell ersichtlich, dass es an etablierten Zeitreihen von einschlägigen Benchmarks mangelt. Auch bei den entsprechenden Datenanbietern im Alternatives- / Private Debt-Bereich wird Specialty Lending nicht als eigene Kategorie geführt oder lässt sich herausfiltern. Gerade im Vergleich zu anderen Private Debt-Strategien wie Direct Lending herrscht eine hohe Markttransparenz, die auch der Heterogenität der diversen Einzelstrategien geschuldet ist.

Daher hat YIELCO eine eigene empirische Untersuchung angestrengt, die auf proprietären Daten auf Transaktionsebene im Rahmen der

hauseigenen, mehrjährigen Due Diligence-Analysen von Fondsmanagern in dem Segment beruht. Der Datensatz umfasst rund 2800 Einzeltransaktionen mit einem Investitionsvolumen von 55 Mrd. USD aus 145 Fonds innerhalb eines aussagekräftigen Betrachtungszeitraums von 15 Jahren.

### Rendite

Auf dieser Datenbasis ergibt sich im Median eine IRR von 16% p.a. für alle enthaltenen Transaktionen. In den letzten 10 Jahren liegen die Renditen der einzelnen Jahrgänge konsistent in einer Bandbreite zwischen 14-19%. Frühere Investitionsjahrgänge weisen noch höhere Renditeniveaus von teils 20%+ aus, was u.a. an einem höheren Anteil realisierter Transaktionen liegt, bei denen die zusätzlichen variablen Ertragskomponenten bereits vollständig reflektiert sind. Zum anderen ist auch der Einfluss einer gewissen Marktdynamik darin zu erkennen, dass besonders günstige Einstiegsphasen zu sehr vorteilhaften Ergebnissen geführt haben, wie an den Renditen aus den Jahren 2004 oder 2009-10 abzulesen ist.

Diagramm 1: Bruttorenditen nach Transaktionsjahrgängen



Quelle: YIELCO, Juli 2021; Basierend auf einer Datenbasis von 69 Manager, 145 Fonds und 2783 Transaktionen mit einem kumulierten Investmentvolumen von USD 55,5 Mrd. von 1997-2019; Medianrenditen.

Umgekehrt zeigt sich aber auch, dass die Strategie eine durchaus solide Performance in schwierigeren Zeiten liefern kann. So gibt vor allem der Investitionszeitpunkt vor der Finanzkrise bzw. Rezession 2008/09 – also die Jahrgänge 2006-08 – Aufschluss darüber, inwiefern Specialty Lending von allgemeinen Marktentwicklungen negativ

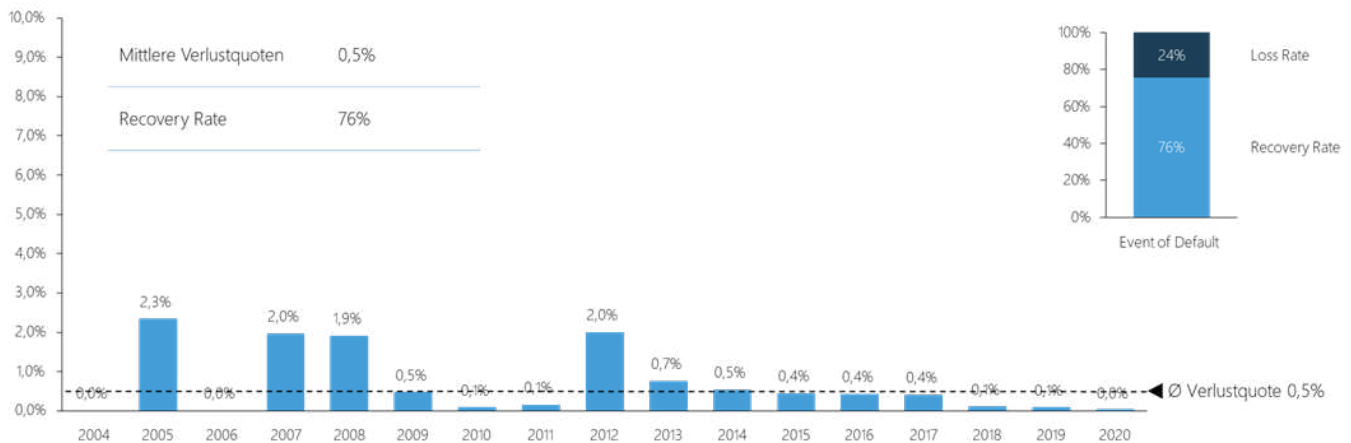
beeinträchtigt wird. So hätte ein Portfolio, zeitlich diversifiziert über diese ungünstigen drei Jahre, eine Rendite in etwa auf dem Niveau des langjährigen Durchschnitts generiert und selbst in jedem einzelnen Jahr eine immer noch mindestens knapp zweistellige Bruttorendite erzielt.

## Risiko

Diese attraktiven Ergebnisse auf der Renditeseite mit wenig Volatilität über die Zeit bestätigen zwei zentrale Elemente von Specialty-Lending-Ansätzen: (1) eine konsistente Basisrendite mit hohen laufenden Zinserträgen und (2) einer signifikanten Risikoabsicherung, die binäre Risiken vermeidet. Dazu lohnt der genauere Blick auf die in den zuvor aufgeführten Renditen enthaltenen Verlustraten. Es zeigt sich in der Untersuchung, dass diese durchgehend auf niedrigem Niveau liegen (langjähriger Median bei 0,5% p.a.) und im Verlustfall das Ausmaß beschränkt ist. Im Falle eines Defaults kann im Schnitt immer noch eine Recovery-Rate von 76% erzielt werden. Damit unter-

scheiden sich die Risikoparameter nicht substantziell von den vielfach zitierten langjährigen Erfahrungswerten aus dem Direct Lending / Leveraged Loan-Markt. Zu beachten ist aber, dass die Risikoabsicherung in den genannten Marktsegmenten sehr unterschiedlich strukturiert ist. Während in letzterem Fall der Cashflow-Lending-Gedanke, und damit auch der konservativ bemessene Unternehmenswert, in einem Stress-Szenario bestimmend ist, steht die Verlustvermeidung bei Specialty Lending als Asset-Based-Lending ursächlich in Zusammenhang mit dem Zugriff auf konkret verwertbare Vermögenswerte, die bei der Strukturierung und Dimensionierung des Kredits im Vordergrund stehen.

**Diagramm 2: Zeitliche Verteilung der jährlichen Verlustquoten**



Quelle: YIELCO, Juli 2021; Kapitalgewichtete annualisierte Verlustquoten (Haltedauer von drei Jahren)

Bricht man nun die aggregierte Betrachtung herunter auf die Entwicklung der Ausfallraten über die Zeit, zeigt sich ein besonders bemerkenswertes Bild: die Verluste verteilen sich recht gleichmäßig über die Jahre. Dies ist zunächst überraschend, da bei Risikoanlagen, wie z.B. High Yield-Anleihen, von einem deutlichen Einfluss des Kredit- und Konjunkturzyklus auf die Verlustraten und damit die erzielten Renditen auszugehen ist. Auch wenn nach der Datenlage der Auswertung eine gewisse Ausfallhäufung bei Krediten ersichtlich ist, die vor der Finanzkrise 2007/08 abgeschlossen wurden und durch diese dann in ihrer Werthaltigkeit beeinflusst wurden, so bleibt festzustellen, dass die erlittenen Verluste deutlich begrenzt blieben und die Renditen nur sehr gedämpft negativ beeinträchtigt haben.

Die vorliegende Analyse zeigt deutlich, dass sich evtl. vermutete Risiken aufgrund der Höhe der Renditeerwartung im Bereich Specialty Lending in der Vergangenheit nicht in signifikanter Höhe materialisiert haben. Die Absicherung insbesondere über Vermögenswerte mit auskömmlicher Sicherheitsmarge verhindert offenkundig im

Fall des Defaults eine beträchtliche Verlustschwere. Die mögliche Hypothese, dass aufgrund zweistelliger Renditen eigenkapitalähnliche Positionen und Risiken mit dann binären Auszahlungsprofilen in Kauf genommen werden, kann damit klar widerlegt werden.

Die empirische Studie beinhaltet explizit keine Daten von jüngeren Krediten, auf welche die aktuelle COVID-Krise 2020/21 einen Einfluss gehabt hat. Dies ist eine systematische Herausforderung der Datenerhebung, die nur ad hoc bei der Begutachtung von Fondsmanagern und nicht auf fortlaufender Basis erfolgt – zumindest nicht in vergleichbarer Breite, die eine statistisch signifikante Schlussfolgerung zulässt. Allerdings hat YIELCO die Entwicklung ausgewählter Fonds im Jahr 2020 Quartal für Quartal detaillierter verfolgt. Bei den Ergebnissen ist ein positiver Bias nicht auszuschließen, da es sich nach YIELCO Einschätzung um hochqualitative Manager handelt, die für ein potenzielles zukünftiges Investment als Due Diligence-Kandidaten vorgemerkt sind. In groben Zügen dürfte die Tendenz aber richtungsweisend für das Strategiesegment sein: die Wertentwick-

lung der Fonds war klar positiv und erreicht im Q3 2020 einen Wert von 105 (im Vergleich zu einem Ausgangswert im Q4 2019 indexiert bei 100). Dabei war auch das Q1 2020 leicht positiv, das im Verdacht gestanden hätte, negative Bewertungsänderungen ausweisen zu müssen. Analog dazu hielten sich die Brutto-IRRs auf Portfolioebene in jedem Quartal relativ konstant bei 15-16%. Somit konnten die wesentlichen Zusammenhänge, die auf längere Sicht beobachtet wurden, auch im derzeitigen Marktumfeld zumindest punktuell bestätigt werden.

## Korrelationen

Zurückkommend auf die langjährige Zeitreihe soll abschließend noch auf den strategischen Portfoliobeitrag von Specialty Lending eingegangen werden, der sich für Investoren bei Aufnahme der Strategie in die Asset Allocation ergeben kann. Neben dem dargelegten attraktiven Rendite-Risiko-Profil ist von einer substantiellen Diversifikationswirkung zu anderen Alternativenanlagen auszugehen, in erster Linie Private Equity und Direct Lending im Bereich Private Debt. Inhaltlich erschließt sich dies aus dem unterschiedlichen thematischen Fokus, wodurch erwartungsgemäß Specialty Lending nur eine sehr geringe Korrelation aufweist von respektive 0,5 und 0,6, da die Finanzierungsanlässe einen anderen Hintergrund aufweisen und die Kredite einer anderen Absicherungslogik folgen.

**Diagramm 3: Korrelation der Brutto-IRRs**

|                       | Private Equity Buyout | Direct Lending | Specialty Lending | Specialty Lending – Sub-Strategien |                 |                    |             |
|-----------------------|-----------------------|----------------|-------------------|------------------------------------|-----------------|--------------------|-------------|
|                       |                       |                |                   | Asset-Based                        | Loan Portfolios | Special Situations | Growth Debt |
| Private Equity Buyout | 1                     | 0,63           | 0,48              | 0,51                               | 0,38            | 0,13               | 0,24        |
| Direct Lending        |                       | 1              | 0,57              | 0,65                               | 0,68            | 0,12               | 0,36        |
| All Specialty Lending |                       |                | 1                 | 0,97                               | 0,78            | 0,82               | 0,59        |
| Asset-Based           |                       |                |                   | 1                                  | 0,84            | 0,72               | 0,72        |
| Loan Portfolios       |                       |                |                   |                                    | 1               | 0,39               | 0,89        |
| Special Situations    |                       |                |                   |                                    |                 | 1                  | 0,39        |
| Growth Debt           |                       |                |                   |                                    |                 |                    | 1           |

Quelle: YIELCO Juli 2021; 2004 – 2019; Direct Lending und Private Equity Buyout Daten aus CEPRES-Datenbank

Zweitens zeigt sich, dass der Specialty Lending-Markt keine homogene Strategie darstellt und sich verschiedene Teilsegmente im Sinne von Anwendungsfällen identifizieren lassen. Für diese gelten tendenziell geringe Korrelationen untereinander – bei ansonsten ähnlicher Kreditphilosophie, Rendite- und Risikostruktur als gemeinsamen Nenner. Folglich kann der Zugang zu dieser Strategie optimiert werden, wenn unterschiedliche Ansätze miteinander kombiniert werden. Die Attraktivität des gesamten Segments geht neben

anderen Faktoren besonders darauf zurück, dass kleinere Manager Marktnischen mit ihrer Spezialexpertise bearbeiten können und daher Komplexität und Marktineffizienzen für sich nutzen können. Dies bedeutet aber auch, dass solche Fonds vielfach thematisch stark konzentriert sind und somit z.B. spezifische Branchentrends einen starken Einfluss haben können. Über die beschriebene Diversifikation können Abhängigkeiten von derartigen Einzelthemen wirkungsvoll ausgeglichen werden.

### Fazit

Private Debt als Anlageklasse hat sich inzwischen als wichtiger Portfoliobaustein in der Asset Allocation institutioneller Anleger etabliert. Im Fokus steht die Erzielung verlässlicher, zinsorientierter Erträge, um den Herausforderungen des Kapitalmarktumfelds im Bereich klassischer Fixed Income-Anlagen zu begegnen. Schwerpunktmäßig sind in den vergangenen Jahren Gelder im ersten Schritt überwiegend in Richtung (Corporate) Direct Lending geflossen. Zur Diversifizierung dieser aufgebauten Alternatives-Portfolien werden zunehmend, aber auch andere Marktsegmente berücksichtigt, insbesondere um die Sensitivität zu Private Equity als Treiber dieser Unternehmenskredite zu reduzieren.

Specialty Lending erweist sich als attraktive Strategie innerhalb von Private Debt, mit der sich die Portfolioqualität erhöhen lässt. Die empirischen Auswertungen von YIELCO zeigen, dass interessante risiko-adjustierte Renditen erzielt werden können, die mehrheitlich auf vertraglichen Ertragsbestandteilen basieren. Die Renditeverteilung über die Jahre zeigt nur sehr milde zyklische Abhängigkeiten. Entsprechend begrenzt waren die realisierten Verlustrisiken, die keine ausgesprochen auffällige zeitliche Häufung in Krisenzeiten ausweisen. Vorrangige Kreditpositionen und substanzielle Asset-Absicherung sind hierfür maßgeblich verantwortlich. Mit diesen positiven Charakteristika eignet sich Specialty Lending als Beimischung im Alternative Credit-Bereich – ein Trend, der außerhalb Deutschlands bzw. Europas schon deutlich verbreiteter aufgegriffen und implementiert wird.

### Kontakt:

YIELCO Investments AG  
Promenadeplatz 12 / 3  
80333 München  
[www.yielco.com](http://www.yielco.com)



**Börge Grauel**

Tel.: +49 (0) 89.2323.9297.73  
E-Mail: [boerge.grael@yelco.com](mailto:boerge.grael@yelco.com)



**Konstantin Schuster**

Investment Manager  
Tel.: +49 (0) 89.2323.9297 - 92  
Fax: +49 (0) 89.2323.9297 - 99  
E-Mail: [konstantin.schuster@yelco.com](mailto:konstantin.schuster@yelco.com)