

FINANZIERUNG

# Feuerprobe für Private Debt

Die Bedeutung von Private-Debt-Finanzierungen nimmt stetig zu. Doch was, wenn ein Unternehmen seinen Kreditverpflichtungen nicht mehr nachkommen kann? Erste Erfahrungen aus der Corona-Krise zeigen: die Strukturen und Anreizsysteme von Private Debt Funds fördern ein kooperatives Verhalten – auch in der Krise.

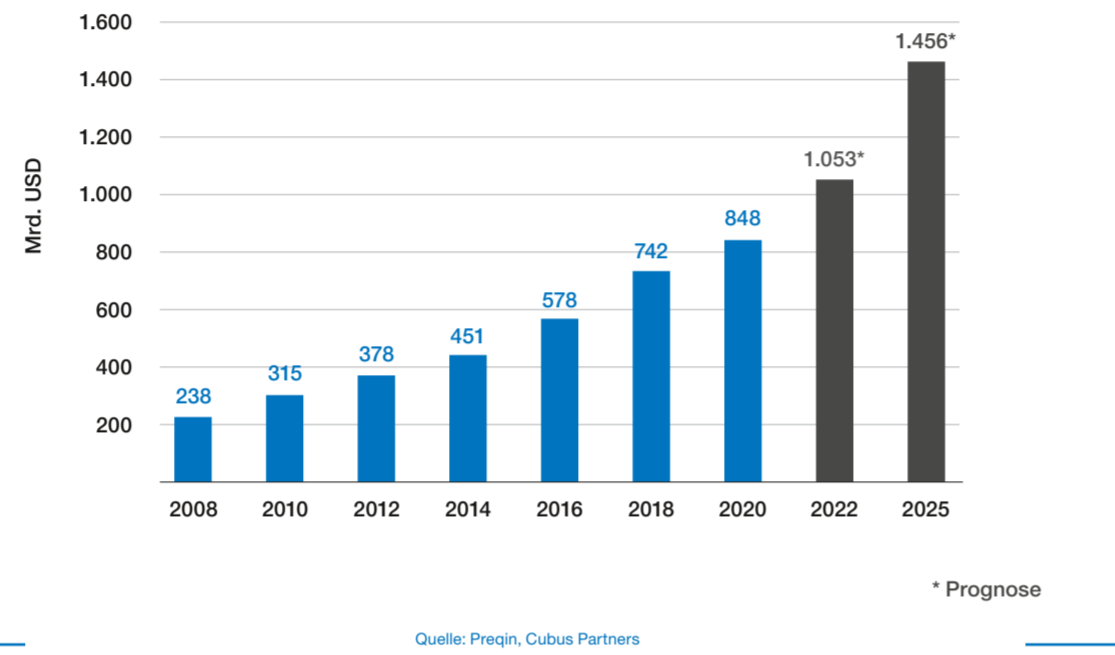
TEXT Matthias Magnus

Unter Private Debt versteht man Fremdmittel, die vorwiegend von privatwirtschaftlichen institutionellen Investoren wie Pensionskassen, Versicherungen, Vermögensverwaltungen und Stiftungen außerhalb des Bankensektors zur Verfügung gestellt werden. Diese Finanzierungsform ist in den USA seit mehr als 30 Jahren fester Bestandteil der Unternehmensfinanzierung. Nach Schätzungen des Datenanbieters Preqin wird sich das Private-Debt-Finanzierungsvolumen weltweit von derzeit 850 Mrd. USD bis zum Jahr 2025 auf rund 1.500 Mrd. USD erhöhen (siehe Abb. rechts). In

Europa hat diese Finanzierungsform erst seit der Finanzkrise 2007/2008 deutlich an Bedeutung gewonnen. Das Direct-Lending-Volumen in Europa hat sich in den vergangenen acht Jahren auf rund 200 Mrd. EUR mehr als verdreifacht und wird aktuell von ca. 250 Private Debt Funds gemanagt. In Deutschland ist Private Debt mittlerweile mit einem Marktanteil von über 59 Prozent die erste Wahl für Private-Equity-Gesellschaften bei der Finanzierung von Unternehmenskäufen (siehe Abb., Seite 21 unten). Zunehmend stehen Private-Debt-Finanzierungen auch mittelständischen Unternehmen für Wachstums-, Investitions-, Akquisitions- und Unternehmensfinanzierungen zur Verfügung (siehe Abb., Seite 21 oben).

**Private Debt füllt Finanzierungslücke**  
Der Trend zu Private-Debt-Finanzierungen wird sich in den nächsten Jahren weiter verstärken. Ein wesentlicher Grund für diese Entwicklung ist, dass das auf Fristentransformation beruhende

## VON PRIVATE DEBT VERWALTETES VERMÖGEN (WELTWEIT)



ANZEIGE

# Rödl & Partner

## WEIT SICHT

Als Rechtsanwälte, Steuerberater, Unternehmens- und IT-Berater und Wirtschaftsprüfer sind wir an 106 eigenen Standorten in 48 Ländern vertreten. Unsere Mandanten vertrauen weltweit unseren 5.130 Kolleginnen und Kollegen.

[www.roedl.de](http://www.roedl.de)

Geschäftsmodell der Banken ein langfristiges Kreditgeschäft erschwert. Ferner führen die zunehmenden regulatorischen Anforderungen dazu, dass schlechtere Bonitätsklassen und bestimmte Branchen von Banken nicht mehr finanziert werden. Darüber hinaus verhalten sich die Banken bei der Kreditvergabe zyklisch. In rezessiven Konjunkturphasen sinken die Unternehmensgewinne und die Ratings der Unternehmen verschlechtern sich. Bei den Banken steigt folglich der Wertberichtigungsbedarf, Kreditausfälle nehmen zu und Eigenkapitalpuffer schrumpfen. Um die regulatorisch geforderten Eigenkapitalquoten einhalten zu können, sind Banken in diesem Umfeld gezwungen, ihre Bilanzsumme zu reduzieren, d.h., ihr Kreditbuch zu verkleinern und die Kreditneugabe einzuschränken.

Private Debt hingegen eröffnet Unternehmen die Möglichkeit einer langfristigen banken- und konjunkturunabhängigen Finanzierung aus einer Hand. Private Debt Funds verfolgen hierbei eine „Take-and-hold“-Strategie und verleihen Gelder, die ihnen von ihren Investoren langfristig zur Verfügung gestellt werden.

### Erste Krisentests

In Deutschland hat Private Debt als noch relativ junge Finanzierungsform bei Unternehmen und Geschäftsführungen nicht den Bekanntheitsgrad traditioneller Finanzierungen durch Banken. Die Zurückhaltung gegenüber dieser Finanzierungsform dürfte trotz zunehmender Angleichung der Finanzierungsbedingungen – zumindest bei Non-Investmentgrade-Ratings – zum Teil darin begründet sein, dass hierzulande Erfahrungswerte fehlen, wie sich Privat-Debt-Anbieter in konjunkturell schwierigen Zeiten verhalten. Untersuchungen zum US-Private-Debt-Markt über den Zeitraum von 1998 bis 2015 zeigen, dass sich Debt Funds i.d.R. kooperativ verhalten und die Unternehmen auch in schwierigen Zeiten unterstützen, insbesondere dann, wenn

das zugrunde liegende Geschäftsmodell intakt ist. Die Kreditausfallrate von Private Debt über diesen Zeitraum, der die Finanzkrise 2007/2008 einschloss, lag nach Berechnungen des Teachers Insurance and Annuity Association – College Retirement Equities Fund (TIAA) bei 0,67 Prozent und damit deutlich unter der Ausfallrate von 1,18 Prozent bei syndizierten Krediten.

Einen ersten Lackmusest für Deutschland stellt der Ausbruch der Corona-Pandemie Anfang 2020 dar. Der massive konjunkturelle Abschwung führte auch bei Private-Debt-Finanzierungen in vielen Industrien dazu, dass Kreditvertragsauflagen verletzt wurden. Cubus Partners hat im Rahmen seiner auf Unternehmensfinanzierungen spezialisierten Beratertätigkeit erste praktische Erfahrungen gesammelt, die die Befunde aus dem US-Markt bestätigen. Das Anpassen von Kreditvertragsbedingungen, insbesondere das Aus- oder Neusetzen von Financial Covenants, ging bei vielen Private-Equity-Portfoliounternehmen relativ harmonisch vonstatten. Generell sind Verhandlungen mit nur einem Vertragspartner leichter umsetzbar als mit einem Konsortium von mehreren Banken. Ebenso birgt die normalerweise regeltilgungsfreie Strukturierung von Private-Debt-Finanzierungen gegenüber regeltilgungsversehenen Bankfinanzierungen gerade in Krisen einen Vorteil: Solange das Unternehmen ausreichend Cashflow generiert, um die Zinslast laut Kreditvertrag zu bedienen, beginnen „harte“ Restrukturierungsverhandlungen i.d.R. erst deutlich später als bei den Banken.

### Anderer Ansatz

Der wesentliche Grund für die höhere Flexibilität und das kooperative Verhalten der Debt Funds in der Corona-Krise ist neben einer guten, sehr individualisierten Bonitätsprüfung bei der Kreditvergabe das zugrunde liegende

ILLUSTRATION: 123RF.com/xx

## PRIVATE DEBT UNTERNEHMENSFINANZIERUNGEN

JAHRE	UNTERNEHMEN	SEKTOREN	KREDITART	ZWECK	DEBT FUNDS
2020	DvH Medien GmbH	Media	Darlehen	Refinanzierung, Wachstum	Proventus
2020	Gebr. Schmid GmbH	Industrial Services	Darlehen	Refinanzierung, Wachstum	Cordet Direct Lending
2020	Robur Industry Services	Industrial Services	Darlehen	Refinanzierung, Wachstum	Black Rock
2020	Ergo Group	Industrial Services	Darlehen	Allg. Unternehmenszwecke	Bright Capital
2020	AG	E-Commerce	Darlehen	Akquisition	Pride Capital Partners
2019	Ekomi Holding GmbH	Real Estate	Darlehen	Allg. Unternehmenszwecke	DWS Direct Lending Fund
2019	Biotest AG	Healthcare	Darlehen	Refinanzierung, Wachstum	Alcentra
2018	Joseph Dresselhaus GmbH & Co. KG	Industrial Services	Darlehen	Refinanzierung	Patrimonium

Quelle: Debtwire, Cubus Partners

Anreizsystem. Während die Banken bei der Bonitätsprüfung stärker standardisiert vorgehen und vor allem auf Standardbilanzrelationen und Historienberichtigungen setzen, achten Debt Funds vor allem auf die langfristige Tragfähigkeit des Geschäftsmodells. Die von den Investoren zur Verfügung gestellten Mittel stehen den Debt Funds langfristig, i.d.R. zehn Jahre, zur Verfügung und müssen nicht kurzfristig zurückgezahlt bzw. refinanziert werden, wie dies bei Banken der Fall ist. Auch spielen Anforderungen an die Unterlegung mit Eigenkapital keine Rolle. Die Zuständigkeit für eine Finanzierung verbleibt während der gesamten Finanzierungslaufzeit bei einem Ansprechpartner und demselben Kreditentscheidungs-Komitee, unabhängig vom Rating. Die Anreize bei Private Debt Funds sind zudem so ausgestaltet, dass der Investmentmanager ein starkes Interesse daran hat, dass es nicht zu einem Kreditausfall kommt. Ein wesentlicher Gehaltsbestandteil eines Investmentmanagers ist der sogenannte Carry, eine zusätzliche Vergütung, die der Investmentmanager erhält, wenn die Kredite vollständig zurückgezahlt wurden und die von den Investoren geforderte Mindestverzinsung erreicht wurde.

### Keine Workout-Abteilungen

Während Banken bei gravierenden Ratingverschlechterungen ihrer Portfoliounternehmen tendenziell versuchen, das Engagement zu beenden, reagieren Debt Funds darauf i.d.R. mit einer Anpassung des Kreditvertrages und der risikoadäquaten Verzinsung. Bei Banken wechseln die Zuständigkeiten automatisch, wenn sich das Rating

entsprechend verschlechtert und das Unternehmen in der Folge in die Sanierungs- bzw. Workout-Abteilung übergeben wird. Damit wechselt der Ansprechpartner und neben dem aufgebauten Vertrauensverhältnis geht häufig die ursprünglich positive Einschätzung des Geschäftsmodells und der Positionierung des Unternehmens am Markt als Grundlage der originären Kreditentscheidung verloren. Bei der Übergabe werden die Kredite wertberichtigt. Die Abteilungen und deren Mitarbeiter haben keinen Anreiz für eine weitere langfristige Zusammenarbeit. Stattdessen verfolgen sie das Ziel, so schnell wie möglich die Rückzahlung des Kredits zu bewirken und das Risiko aus den Büchern zu bekommen. Auch ein Verkauf an Distressed-Investoren ist hierbei eine Option.

Die Erfahrung der vergangenen zwölf Monate hat gezeigt, dass es im Fall einer Ratingverschlechterung durchaus sinnvoll sein kann, ein Bankenkonsortium rechtzeitig durch eine Private-Debt-Funds-Finanzierung abzulösen.

### Von der Alternative zum Standard

Während der Corona-Pandemie in Deutschland hat sich erwiesen, dass sich Private Debt Funds in der Krise i.d.R. unternehmerisch und kooperativ verhalten, was auch durch die Erfahrungen im US-Markt belegt wird. Es ist bei unternehmen tendenziell versuchen, das Engagement zu beenden, reagieren Debt Funds darauf i.d.R. mit einer Anpassung des Kreditvertrages und der risikoadäquaten Verzinsung. Bei Banken wechseln die Zuständigkeiten automatisch, wenn sich das Rating

für langfristige Kredite insbesondere im „Non-Investmentgrade-Bereich“ entwickeln wird. Gesellschafter, CFOs und Treasurer, Vor allem von mittelständischen Unternehmen mit einem Umsatz von mehr als 30 Mio. EUR, sind daher gut beraten, dieser Finanzierungsform zunehmend Beachtung zu schenken, die auf einem langfristig orientierten, unternehmerischen und kooperativen Ansatz beruht.

**MATTHIAS MAGNUS**  
ist Managing Partner bei der Cubus Partners GmbH in Frankfurt am Main.  
magnus@cubuspartners.com



ANZEIGE

## Höchste Zeit für gute Aufsichtsräte und Beiräte.

Aufsichtsräte und Beiräte bieten die Chance, externe Know-how-Träger mit unternehmerischer Erfahrung ins Unternehmen einzubinden. Bei strategischen Fragen bringen sie ihre unabhängige Sichtweise ein. Seit über 15 Jahren setzen Familienunternehmer auf unsere Expertise. Sie schätzen insbesondere die hohe Passgenauigkeit unserer Vorschläge. Und unser rein erfolgsbezogenes Honorarmodell.

**Wir freuen uns auf Ihre Kontaktaufnahme:**

**Dr. Klaus Weigel**  
Tel: +49 (69) 9675 39-30  
klaus.weigel@board-experts.de

**Dr. Matthias Kestler**  
Tel: +49 (89) 6203088-11  
MKestler@xellento.com

**BOARD\_XPERTS**

[www.board-experts.de](http://www.board-experts.de)

Die Board Xperts GmbH ist ein Partnerunternehmen von Xellento Executive Search.

## MARKTANTEILE BEI MIDMARKET BUY-OUTS IN DEUTSCHLAND

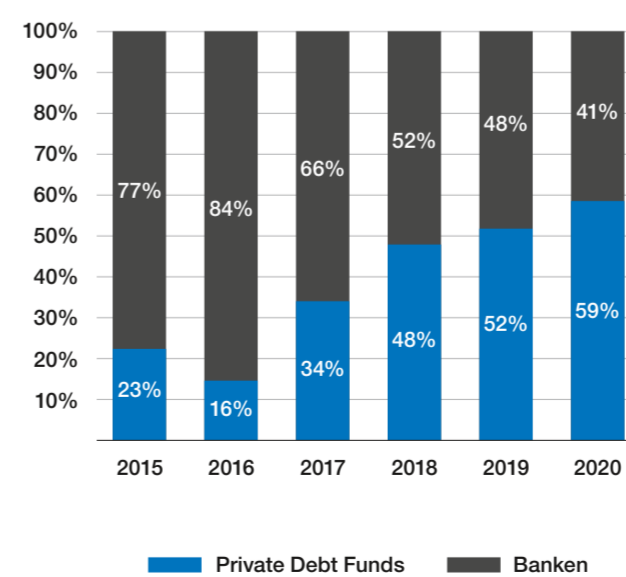


ILLUSTRATION: 123RF.com/xx