

**LEITER**bAV

PENSIONS  
**INDUSTRIES**

ALTERNATIVES  
**INDUSTRIES**

# TACTICAL ADVANTAGE

---

Das Magazin für die imperativen Fragen  
des zeitgenössischen deutschen  
Pensionswesens und der Private Markets

---

Volume 14  
7/2024

---

EURO 50,00

# #uebermorgen

**Bastian Konle,**  
Senior Produktmanager  
Alternative Investments  
bei Union Investment



## Transformation gestalten

Die Digitalisierung ist einer der großen Megatrends der wirtschaftlichen Transformation. Wir unterstützen institutionelle Investoren dabei, gezielt Ressourcen für den Ausbau der digitalen Infrastruktur zu mobilisieren und die Zukunft nachhaltig zu gestalten.

Erfahren Sie mehr unter  
[www.nachhaltigekapitalanlagen.de](http://www.nachhaltigekapitalanlagen.de)

**Wir arbeiten für Ihr Investment**



Kontakt: Union Investment Institutional GmbH, Weißfrauenstraße 7, 60311 Frankfurt am Main, Telefon 069 2567-7652. Bei dieser Anzeige handelt es sich um Werbung.



DIE FRAGE DES INVESTORS:

# QUO VADIS, PRIVATE DEBT?


**CHRISTIAN MEHLINGER**

Group Pensions  
Vice President  
DHL Group

» Im jetzigen Zins- und im konjunkturellen Umfeld:  
Was spricht für, was spricht gegen Private Debt im Vergleich  
zu liquidem High Yield?

Wie gewichten Sie Private Debt zwischen Europa und den USA;  
und bauen Sie EM respektive Asien ein?

Sehen Sie strategisch weiterhin das Direct Lending bevorzugt?

Welchen Branchenfokus unternehmen Sie?

Unter welchen Gesichtspunkten halten Sie es für sinnvoll,  
den Marktzugang über Co-Investments oder Secondaries zu  
beschleunigen?«


**MATTHIAS ERB**

Partner  
StepStone Group

Im heutigen Marktumfeld mit gedämpften Wachstums- und Inflationserwartungen und ansprechenden Zinsniveaus sind Kreditprämien grundsätzlich im liquiden als auch illiquiden Markt gegenüber Aktienprämien im Vorteil. Aber auch hier gibt es deutliche Unterschiede. Direct Lending erweist sich zum Beispiel gegenüber HY Bonds als überlegen: In den letzten 14 Jahren war die Brutto-Kreditspanne im Schnitt mit 7 Prozent um 2 Punkte höher, wobei HY Bonds nur im Q1 2016 punkten konnten. Die Verlustraten waren zudem nicht zuletzt aufgrund deutlich überlegener Besicherungen im Schnitt nur rund halb so hoch. Die höhere Liquidität bei HY Bonds zieht als Gegenargument kaum, da Liquidität dann, wenn man sie braucht, oft nur mit deutlichen Abschlägen erkaufte werden kann. Heute weist der konservative Senior Direct Lending-Bereich attraktive Brutto-Yields von 11 bis 13 Prozent auf, wovon rund 90 Prozent auf Cash Yields entfallen.

Im Vergleich zum EU-Mittelstandsmarkt erscheint derjenige in den USA zurzeit resilienter, breiter und tiefer. Am Ende ist jedoch vor allem die spezifische Ausgestaltung eines Kredits für den Erfolg entscheidend (Art der Kreditvergabe, Bilanz, Equity Sponsoren usw.). Daher wird ein diversifiziertes Portfolio beide Regionen beinhalten und auf den vergleichsweise noch kleinen asiatischen Private Debt-Markt vor allem taktisch in Situationen mit Funding Gaps zugreifen.

Direct Lending hat sich als höchst stabile, nicht zyklische Asset-Klasse bewiesen und findet daher in den meisten SAA- und TAA-Überlegungen auf der Investorenmite mit deutlich erhöhten Quoten Eingang – dies zwischenzeitlich nicht nur als Renten-, sondern auch als Aktienersatz.

Die Portfoliokonstruktion im Bereich Corporate Private Debt ist deutlich stärker von ideosynkratischen Kredit- und weniger von Branchenüberlegungen getrieben. Weniger kapitalintensive Branchen sind zurzeit jedoch tendenziell im Vorteil.

Ein breites Sourcing zwecks Selektivität, Effizienz und Diversifikation ist im Aufbau eines Direct Lending-Portfolios entscheidend. Hierzu gehören auch klar die stark wachsenden Co-Investment und Secondaries Markets mit dem Zusatzeffekt von Gebührenentlastungen.


**MARKUS SCHUWERACK**

Country Head of Sales – Germany & Austria  
Sienna Asset Managers

Der Wettbewerbsvorteil von High Yield Bonds besteht im Wesentlichen in der Liquidität. Im aktuell volatilen Umfeld kann man durchaus Gewinne erzielen. Langfristig orientierte



Werden Sie Teil eines jungen und wachsenden bAV Netzwerkes!



[www.pensions-akademie.de](http://www.pensions-akademie.de)



Anleger sollten jedoch Private Debt vorziehen, da die Anlageklasse wesentlich stabiler ist und eine langfristige Illiquiditätsprämie bietet, die High Yield nicht offerieren kann.

Der europäische Markt ist im Vergleich zu den USA weniger entwickelt, vor allem weil die Banken in Kontinentaleuropa stärker in die Kreditvergabe involviert sind. Kredite an europäische KMU bieten wiederum attraktive Chancen. Die Preisgestaltung in Europa basiert eher auf maßgeschneiderten Deals. Manager mit starker Expertise und Marktzugang können so Vorteile in der Rendite erzielen. In den EM und Asien sind wir nicht aktiv.

Investoren sollten Direct Lending-Strategien weiterhin bevorzugen, da sie auf dem europäischen Mid Market mehr Value finden. Der Markt ist opportunistischer, und es ist einfacher, eine Komplexitäts- und Illiquiditätsprämie zu vereinnahmen. Mid Market Direct

Lending bietet auch eine bessere Diversifikation, da bilaterale Transaktionen normalerweise nicht in großen Portfolios der Asset Manager enthalten sind. Bei großen Senior Debt Deals und Unitranchen ist dies eher der Fall, da diese oft über mehrere große Private Debt-Fonds allokiert werden.

Wir konzentrieren uns auf Sektoren und Unternehmen, die hohe Vermögenswerte in ihren Bilanzen haben. Industrieunternehmen bieten oft gute Sicherheiten. Umgekehrt vermeiden wir Sektoren, die strukturelle Veränderungen durchlaufen, was die Antizipation langfristiger Aussichten erschwert.

Bei der Finanzierung von erneuerbaren Energien wachsen die Deal-Größen oft schneller als die Kapazitäten der Fonds. Co-Investments bieten somit gleichermaßen Liquidität und attraktive Opportunitäten.

## DIE FRAGE DES INVESTORS QUO VADIS, PRIVATE DEBT?



**MATTHIAS GRIMM**

Leiter Institutionelle Kunden, Wealth und Asset Management  
Berenberg

Private Debt ist häufig besichert, und Covenants in den Kreditverträgen ermöglichen, im Falle einer negativen Entwicklung frühzeitig einzugreifen. Das führt generell zu geringeren Ausfällen und höheren Erlösquoten und so zu einem besseren Risikoprofil. Gleichzeitig können Illiquiditäts- und Komplexitätsprämien vereinnahmt werden. Das sind klare Argumente für Private Debt. Wem jedoch Liquidität wichtiger ist, der entscheidet sich für High Yield.

In Europa finden sich viele spannende kleine und mittelständische Unternehmen, weshalb Private Debt hier interessante Möglichkeiten bietet. Für die USA spricht die starke Erholung der Wirtschaft, Asien ist etwas schwieriger wegen des Zinsumfeldes. Alle Segmente haben ihre Berechtigung. Wichtig ist die lokale Expertise des Managers.

Direct Lending bleibt hochrelevant, da es Zugang zu besicherten Unternehmenskrediten der KMU ermöglicht – eine Anlageklasse, die vielen Investoren sonst verschlossen bleibt. Große Nachfrage sehen wir auch bei Infrastructure Debt. Daneben gibt es weitere, spannende Asset-Klassen wie beispielsweise besicherte Schiffsfinanzierungen oder Real Estate Debt, wo das Finanzierungsumfeld Chancen eröffnet.

Generell sind wir branchen-agnostisch, aber wählerisch beim Geschäftsmodell. Wir fokus-

sieren uns auf kleine und mittelständische Unternehmen, die in konjunkture resilienten Segmenten aktiv sind und eine starke Wettbewerbsposition innehaben. Dort finanzieren wir dann zum Beispiel mit Super Senior.

Deployment ist bei unseren Gesprächen mit Investoren kein Thema, da wir neue Commitments generell sehr kurzfristig voll allokiert werden können. Gründe für Secondaries sehen wir eher in einem Erwerb mit Discount oder dem Nachholen der vom Investor »ausgelassenen« Vintages. Wichtig ist ein anderer Aspekt: Der Sekundärmarkt verbessert die Liquidität der Asset-Klasse Private Debt.



**ANDREAS MITTLER**

Head of Private Markets Distribution Germany  
Invesco

Historisch zeigt Private Debt sehr attraktive Erträge, verfügt im Ausfall über einen vorrangig besicherten Status und weist im Vergleich zu Hochzinsanleihen attraktiven relativen Value auf. Im Q1 2024 lagen die Kupons liquider europäischer Senior Secured Loans (Zweitmarkt) um über 300 BP höher als die europäischer Hochzinsanleihen, die Credit Spreads um 100 BP. Weniger liquide



Private Debt-Transaktionen boten weitere Spread-Prämien von über 200 BP. Infolge geringerer Preisvolatilität sind auch die Sharpe Ratios höher. Und als variabel verzinsliches Instrument birgt Private Debt ein reines Kredit- und ein wesentlich geringeres Zinsänderungsrisiko – eine Schlüsselherausforderung traditioneller Festverzinslicher in diesen Jahren. Ein überzeugendes Argument für liquide High Yield-Anlagen wäre: die feste Überzeugung, dass die Zinsen schneller als erwartet sinken.

Derzeit sehen wir in den USA wie in Europa attraktive Chancen. In den USA sehen wir große Möglichkeiten direkter Kredite an mittelständische Kernunternehmen. Und Senior Secured Loans, ausgerichtet auf größere Kreditnehmer, zeigen hier wie dort weiter sehr attraktive relative Niveaus.

Das heißt für Senior Secured Loans: Reduzierung des Gesamtengagements gegenüber schwächeren, schlechter bewerteten Unternehmen und Betonung der Alpha-Chancen mit höheren Renditen bei guten Geschäftsmodellen. Und für Direct Lending: Fokussierung auf defensive Unternehmen (rezessionsresistent/nicht-diskretionär) mit namhaften Sponsoren in konservativen Positionen (solide Besicherung, niedriger Beleihungswert, starker Gläubigerschutz); Alpha in High Conviction Credits, unabhängig von der Branche in allen Sektoren.

Wir sind nicht auf dem Sekundärmarkt aktiv. Co-Investments sollten im Allgemeinen den größten Nutzen für erfahrene Anleger bieten, die fähig sind, eine primäre Deal Due Diligence zügig durchzuführen, um strategisches Engagement bei ausgewählten Deals zu erlangen.

**CHRIS RUST**

Co-Portfoliomanager European Credit  
Opportunities  
Ninety One

Das aktuelle Marktumfeld dürfte dafür sorgen, dass die Schere zwischen Gewinnern und Verlierern bei Unternehmen weiter auseinandergeht. Ein aktiver Investmentansatz wird daher immer wichtiger, um Abwärtsrisiken zu begrenzen. In diesem Zusammenhang bieten private Kreditmärkte eine Reihe potenzieller Vorteile gegenüber liquiden High Yield-Anleihen, deren Renditepotenzial aufgrund der engen Spreads (OAS) von ca. 300 BP (ICE BofA Euro High Yield) derzeit ohnehin sehr begrenzt ist. Zudem haben private Kreditgeber in der Regel einen guten Zugang zum Management und damit einen inhärenten Informationsvorsprung bei der Beurteilung der Kreditwürdigkeit eines Kreditnehmers. Im Gegensatz zum liquiden Markt für High Yield-Anleihen können private Kreditgeber auch sicherstellen, dass ihre Kredite an verschiedene finanzielle Bedingungen geknüpft und durch Vermögenswerte besichert sind.

Als Private Debt-Investoren beobachten wir eine Vielzahl robuster und widerstandsfähiger Unternehmen in Europa und Großbritannien, insbesondere in mittelgroßen Städten, in allen Sektoren – vom Gesundheitswesen bis zu erneuerbaren Energien. Diese Unternehmen benötigen Finanzierungen für ihre Expansion oder andere Aktivitäten, doch die anhaltende Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe führt dazu, dass KMU oft übersehen werden. Unter den genannten

Unternehmen haben wir ein besonderes Interesse an Kreditnehmern ohne Private Equity Sponsor. Dieser Markt ist zwar arbeitsintensiver, bietet aber Managern, die über das erforderliche Netzwerk verfügen, mit Brutto-IRRs im mittleren bis hohen Zehnerbereich attraktive Renditepotenziale im Vergleich zu traditionellen Direct Lending-Strategien. Die Akquisition von Transaktionen erfolgt hier über lokale Marktberater und Makler und nicht über Investmentbanken. Aufgrund des bislang sehr geringen Wettbewerbs können Kreditgeber in diesem Markt bessere Kreditkonditionen in Bezug auf Preisgestaltung, Struktur, Covenants und Sicherheiten verhandeln.

**MICHAEL GUY**

Chief Investment Officer Europe  
Crestline

Im derzeitigen Marktumfeld bietet Private Credit eine attraktive Balance zwischen Risiken und erzielbaren Renditen. Probleme bei Veräußerungen von Private Equity, Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe sowie Mandatsrestriktionen bei Kreditgebern sorgen für einen steigenden Bedarf an strukturierten Finanzierungskonzepten, insbesondere bei Mittelständlern und unab-

hängigen Unternehmen. So ist neben klassischem Direct Lending für uns der Bereich »Capital Solutions«, der über kreative Hybridinstrumente eine breitere Kapitalstruktur bereitstellt, ein wichtiges Segment. Wer bereit ist, mit Komplexitäten umzugehen, kann zusätzlichen Yield generieren, ohne dabei zusätzliche Investmentrisiken einzugehen.

Steigende Zinsen, niedrigere Bewertungsfaktoren sowie ökonomische und geopolitische Unsicherheiten setzen traditionelle Fremdkapitalstrukturen unter Druck. Minderheitsinvestoren in High Yield Bonds können schnell den Kürzeren ziehen, wenn Unternehmen in Schieflage geraten und sich Konsortialkonflikte entfachen. Hier bietet Private Debt klare Vorteile: bilaterale, vorrangig besicherte Strukturen, die Möglichkeit einer tiefen Due Diligence, ein hoher Grad an Kontrolle durch Governance sowie eine enge laufende Zusammenarbeit mit dem Management.

Die strenge Absicherung von Downside-Risiken steht unseres Erachtens an erster Stelle. Wir investieren in den USA und Westeuropa fokussiert auf Jurisdiktionen mit Rechtsstrukturen, die Investorenschutz gewährleisten. Präferierte Industrien sind solche mit beleihbaren Vermögensgegenständen oder Geschäftsmodellen mit langfristigen vertraglichen oder vorhersehbaren Erträgen.

Wer den Private Debt-Einstieg erwägt, sollte zunächst erfahrene Manager mit passenden Strategien und robusten Investitionsprozessen identifizieren. Bei großen Anlagevolumen sowie dem Vorhandensein interner Kapazitäten, auch komplexe Transaktionen prüfen zu können, können Co-Investments den Einstieg beschleunigen. *TacAd*



# ALTERNATIVES INDUSTRIES



**DIE NEUE DEUTSCHE NEWS-PLATTFORM!  
FÜR PRIVATE MARKETS UND ALTERNATIVES!**

**LEITER**bAV | **PENSIONS**  
**INDUSTRIES** | **ALTERNATIVES**  
**INDUSTRIES**  
[WWW.ALTERNATIVES.INDUSTRIES](http://WWW.ALTERNATIVES.INDUSTRIES)



## TACTICAL ADVANTAGE

Volume 14 | Juli 2024

LEITER<sup>bAV</sup>

Herausgeber, Chefredakteur und v.i.S.d.P. und gem. § 18 Abs. 2 MStV sowie verantwortlich für den Vertrieb: Pascal Bazzazi  
Prenzlauer Allee 216, D-10405 Berlin

## KONTAKT

TEL +49 178 / 660 0130  
MAIL Redaktion@LbAV.de  
WEB www.LEITERbAV.de

UST-ID DE 275337140  
FINANZAMT Berlin-Prenzlauer Berg

## FREIE REDAKTEURE

Susanne Jungblut, München  
Detlef Pohl, Berlin

## GESTALTUNG UND SATZ

Hartmut Friedrich-Pfefferkorn, Dresden  
MAIL mail@hartmutfriedrich.com

## AUTORENPORTRÄTS

Jacopo Pfrang, Berlin

## FOTOS »TALKING HEADS«

Caroline Gerst, Köln

## DRUCKEREI

Buch- und Offsetdruckerei H. Heenemann GmbH & Co. KG  
Bessemerstraße 83-91, D-12103 Berlin

## PAPIER

INNENTEIL MagnoVolume, 150 g/m<sup>2</sup>, 1,1-faches Vol.  
UMSCHLAG MagnoVolume, 300 g/m<sup>2</sup>, 1,1-faches Vol.

## SCHRIFTEN

Ringside Compressed, Hoefler & Co. | GT Sectra Text, Grillitype |  
Handelson Two, Mika Melvas

## AUFLAGE

1.500 Exemplare

## SCHUTZGEBÜHR

Das Magazin kann – sofern noch verfügbar – gegen eine Schutzgebühr von 50,- € zzgl. Versandkosten bei dem Herausgeber nachbestellt werden (freibleibend).

## NUTZUNGSBEDINGUNGEN &amp; DATENSCHUTZBESTIMMUNGEN

LEITER<sup>bAV</sup>, PENSIONS<sup>●</sup>INDUSTRIES, ALTERNATIVES<sup>●</sup>INDUSTRIES und *Tactical Advantage* sind Medien von Pascal Bazzazi (PB).

LEITER<sup>bAV</sup> wie auch dieses Werk richten sich an bAV-Verantwortliche in Industrie, Politik, Behörden und bei Verbänden sowie an bAV-Berater und bAV-Dienstleister und damit nur an institutionelle Marktteilnehmer. Die Inhalte und die Werbeinhalte einschließlich der von Gastautoren gelieferten Inhalte sind weder in Deutschland noch außerhalb Deutschlands als Kauf- oder Verkaufsangebot irgendeiner Art oder als Werbung für ein solches Angebot (bspw. von Fondsanteilen, Wertpapieren oder zur Inanspruchnahme von Finanzdienstleistungen) zu betrachten und stellen keinerlei

Beratung dar, insbesondere keine Rechtsberatung, keine Steuerberatung und keine Anlageberatung, oder ein Angebot hierzu. LEITER<sup>bAV</sup> (PB), Herausgeber und Redaktion sowie Gastautoren übernehmen keinerlei Garantie, Gewährleistung oder Haftung für Korrektheit, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Inhalte gleich welcher Art. Dasselbe gilt für die Verwendung dieses Artikels oder dessen Inhalt. Auch jegliche Haftung für etwaige Vermögensschäden oder sonstige Schäden, die aus der Nutzung dieser Inhalte, beispielsweise zu Anlageentscheidungen (handeln oder nicht handeln), resultieren könnten, ist ausgeschlossen. Dasselbe gilt, wenn LEITER<sup>bAV</sup> (PB) oder Gastautoren in diesem Werk auf Werke oder Webseiten Dritter verweisen. Alle Meinungsäußerungen geben ausschließlich die Meinung des verfassenden Redakteurs, freien Mitarbeiters oder externen Autors wieder und sind subjektiver Natur. Es handelt sich dabei nur um aktuelle Einschätzungen, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern können. Die Texte sind damit vor allem für jegliche Form des Vertriebs, der Beratung oder der Finanzdienstleistung nicht vorgesehen. Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Dieses Werk und seine gesamten Inhalte und Werbeinhalte und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Werkes in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt. Es gilt ausschließlich deutsches Recht. Als Gerichtsstand wird Berlin vereinbart.

Alle Medien von LEITER<sup>bAV</sup> bemühen sich um diskriminierungsfreie Sprache (bspw. durch den grundsätzlichen Verzicht auf Anreden wie »Herr« und »Frau« auch in Interviews).

Dies muss jedoch im Einklang stehen mit der pragmatischen Anforderung der Lesbarkeit als auch der Tradition der althergebrachten Sprache. Gegenwärtig zu beobachtende, oft auf Satzzeichen (»Mitarbeiter:innen«) oder Partizipalkonstruktionen (»Mitarbeitende«) basierende Hilfskonstruktionen, die sämtlich nicht ausgereift erscheinen und dann meist auch nur teilweise durchgehalten werden (»Arbeitgeber«), finden entsprechend auf LEITER<sup>bAV</sup> / *Tactical Advantage* nicht statt. Grundsätzlich gilt, dass sich durch LEITER<sup>bAV</sup> / *Tactical Advantage* alle Geschlechter gleichermaßen angesprochen fühlen sollen und der generische Maskulin aus pragmatischen Gründen genutzt wird, aber als geschlechterübergreifend verstanden werden soll. Dr.-Titel finden in der *Tactical Advantage* keine Verwendung.

## COPYRIGHT

© 2024 Pascal Bazzazi – LEITER<sup>bAV</sup> – Die in diesem Werk veröffentlichten Inhalte und Werke unterliegen dem deutschen Urheberrecht. Keine Nutzung, Veränderung, Vervielfältigung oder Veröffentlichung (auch nicht auszugsweise, auch nicht in Pressespiegeln) außerhalb der Grenzen des Urheberrechts für eigene oder fremde Zwecke ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch Pascal Bazzazi.

## ISSN

2628-7390





ENERGY  
INFRASTRUCTURE  
PARTNERS

# Sicherheitsorientiert

Zürich    Luxemburg    Frankfurt am Main



Lesen Sie alles zu zukunftsorientierten Anlagen  
in Energieinfrastruktur auf unserer Webseite.

Diese Unternehmenskommunikation wird von Energy Infrastructure Partners AG und Energy Infrastructure Partners Luxembourg S.à r.l. herausgegeben und betrifft kein Marketing im Zusammenhang mit einem Fonds, einem Anlageprodukt oder Anlage-Dienstleistungen in Ihrem Land. Sie ist nicht dafür vorgesehen, Investitions-, Steuer-, Buchhaltungs-, Fach- oder Rechtsberatung zu geben. Sie ist ausschließlich für professionelle Anleger im Sinne der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumenten 2014/65/EU (MiFID) in Deutschland bestimmt und nicht für Privatanleger, noch für US-Personen.