





Private Debt – gekommen, um zu bleiben

Über Trends in Private Debt diskutierten **Agnes Froehlich**, Senior-Portfoliomanagerin Private Markets bei der KZVK Köln, **Malte Kleindiek**, Stabsabteilungsleiter Direktanlage & Private Debt bei Provinzial Asset Management, **Markus Bannwart**, Head of Alternative Investments & Structuring bei Universal Investment, **Ralf Kind**, Head of Real Estate Debt von Edmond de Rothschild Real Estate Investment Management und CEO bei Edmond de Rothschild REIM (Germany), **Guido Justen**, Senior Portfolio Manager Alternative Investments bei Helaba Invest, **Ingo Matthey**, Head of Institutional Business Development Germany & Austria bei M&G, und **Christian Leuchtweis**, Senior Director Alternative Investment Funds bei Scope Fund Analysis. **Dr. Guido Birkner** und **Goran Culjak** moderierten den Roundtable.

SPONSOREN



EDMOND
DE ROTHSCHILD

Helaba *Invest*

 **M&G**
Investments

 **Universal**
Investment

Meine Dame und meine Herren, bitte stellen Sie sich und Ihre Einrichtung einmal vor.

Agnes Froehlich: Ich bin bei der KZVK Köln für Private Equity und Private Debt zuständig. In Private Equity investiert die KZVK schon seit vielen Jahren, zunächst über Dachfonds und seit einigen Jahren fast ausschließlich über Single-Fonds. Private Debt ist die jüngste und kleinste Asset-Klasse im Bereich Private Markets, in dem wir außerdem in die Anlageklassen Private Equity, Infrastruktur und Real Estate investieren. Wir haben das Thema Private Debt zunächst mit einem Berater aufgesetzt. Mittlerweile machen wir das allein.

Guido Justen: Ich bin seit elf Jahren bei der Helaba Invest. Vorher habe ich 20 Jahre im Bereich des direkten Kreditgeschäfts gearbeitet. Als Helaba Invest betreuen wir Kunden unter anderem zum Thema Corporate Private Debt, auch Immobilien-Debt und Real Estate Debt. Seit 2015 investieren wir für Kunden in Corporate Private Debt.

Ralf Kind: Ich habe bei Edmond de Rothschild Real Estate Investment Management zwei Funktionen. Zum einen leite ich das Deutschland-Geschäft für Rothschild REIM, darunter auch Equity-Investments und das Asset Management. Zum anderen wurde ich 2019 eingestellt, um das europäische Real-Estate-Debt-Geschäft aufzubauen. Ich bin gleichzeitig auch der Fondsmanager der bestehenden Debt Fonds. Die zwei ersten Fonds sind fast vollständig ausplatziert. Der dritte ist gerade in der Marketingphase.

Malte Kleindiek: Ich bin bei der Provinzial Asset Management verantwortlich für die Direktanlage und die Private-Debt-Investments. Nach der Fusion zwischen Provinzial Rheinland und Provinzial NordWest verwalten wir heute in Summe rund 45 Milliarden Euro, darunter auch Gelder für erste externe Kunden. 2018 haben wir die ersten Investitionen in Corporate Direct Lending vorgenommen,

AGNES FROEHLICH SENIOR-PORTFOLIO- MANAGERIN PRIVATE MARKETS, KZVK KÖLN

In Private Equity investiert die KZVK schon seit vielen Jahren, zunächst über Dachfonds und seit einigen Jahren fast ausschließlich über Single-Fonds. Wir haben das Thema Private Debt zunächst mit einem Berater aufgesetzt. Mittlerweile machen wir das allein.

anfangs vor allem in Dachfondsstrukturen. Inzwischen investieren wir in Single Funds.

Ingo Matthey: Ich habe das deutsche institutionelle Geschäft für M&G Investments aufgebaut. M&G Investments ist der Asset Manager der M&G Gruppe. Früher waren wir Teil von Prudential plc in UK. In der Gesamtgruppe sind wir sowohl Asset Manager als auch Asset Owner. Wir haben 368 Milliarden an AuM, ein guter Teil davon von internen Kunden. Von den Assets sind 86 Milliarden im Alternative-Investment-Bereich, davon 22 Milliarden im Bereich Alternative Credit.

Christian Leuchtweis: Ich bin Senior Director bei Scope in Frankfurt und verantwortlich für die Analyse und Due Diligence von Alternative Investment Funds im Bereich Private Equity, Private Debt, Infrastructure und Real Assets.

Markus Bannwart: Ich bin bei Universal Investment für unsere alternativen Investments verantwortlich, dies umfasst den gesamten Lebenszyklus der Fondsvehikel, insbesondere auch die Fondsstrukturierung und die Fondsaufgaben. Private Debt ist für uns eine sehr wichtige Komponente im Bereich Private Markets. Über unsere Standorte verteilt haben wir inzwischen



mehr als 260 Strukturen in diesem Bereich, wovon circa 60 auf den Kreditbereich entfallen.

Wie definieren Ihre Häuser die Asset-Klasse Private Debt?

Ingo Matthey: Wir haben eine relativ weite Definition von Private Credit. Grundsätzlich sind das Darlehen, die vor allem von Nichtbanken vergeben werden. Bei uns fallen in den Bereich Private Credit auch die Segmente Broadly Syndicated Loans sowie Structured Credit inklusive Specialty Finance.

Malte Kleindiek: Wenn man von der Private-Markets-Seite kommt, kann Private Debt als Oberbegriff unterschiedlich verstanden werden. Es ist immer im Vorfeld abzuklopfen, ob man das gleiche Verständnis hat. Ich hätte Structured Credit nicht darunter gefasst, dort sind wir auch nicht aktiv. Private Debt umfasst für uns Corporate Direct Lending sowie Infrastrukturfinanzierung.

Ralf Kind: Als wir vor vier Jahren den ersten Real Estate Debt Fund aufgelegt haben, habe ich in den Investorengesprächen oft Fragen gehört wie: Was ist eigentlich Real Estate Debt? Wohin muss ich das in der Allokation packen? Welches Bucket

eignet sich bei mir als Investor intern dafür? Viele haben damals auf Real Estate Debt als Real-Estate-Ersatz geschaut und versucht, Debt-Investments in der Beteiligungsquote unterzubringen. Einige LPs haben es hingegen als Fixed-Income-Produkt gesehen, insbesondere wenn es um Senior-Debt-Strategien ging. Heute gibt es ein breiteres Verständnis für die Asset-Klasse und klarere Zuordnungen.

Guido Justen: Es gibt keine abschließende Betrachtung zur Definition. Historisch betrachtet, gab es beim Corporate Private Debt ursprünglich Mezzanine-Fonds. Danach kam die Finanzmarktkrise. Früher gab es schon ein paar Infrastruktur-Debt-Fonds. Daraufhin wurde das Thema Direct Lending aufgemacht. Insgesamt ist die Asset-Klasse Private Debt für mich ein dynamisches Evolutionsthema, das von der Attraktivität der verschiedenen Themen abhängt.

Inwieweit ist diese Asset-Klasse durchgehend illiquide?

Christian Leuchtweis: Die Liquidität ist ein Merkmal, um Private Debt abzugrenzen. Ich würde auch CLOs und ABS außen vor lassen und nicht in die Welt von Private Debt und illiquiden Schuldverschreibungen einordnen. Die Historie der

„Die Private-
Asset-Klassen
bei uns sind
nicht völlig los-
gelöst, aber wir
sehen sie unab-
hängig von den
Zinszyklen.“

Anlageklasse Private Debt hat mit Mezzanine-Fonds vor der globalen Finanzkrise begonnen. Dass die Banken im Anschluss keine Finanzierung mehr für bestimmte Kreditsegmente vergeben konnten und wollten, hat dazu geführt, dass einmal die GP-Seite und auch die Asset-Management-Seite dieses Segment für sich entdeckt haben. Der lange ausgeprägte Niedrigzinszyklus und die Negativzinsen für mehrere Jahre haben dazu geführt, dass das Segment stark an Bedeutung gewonnen hat.

Wie steht die Asset-Klasse jetzt nach zwei Jahren mit rapiden Zinserhöhungen und einem neuen Zinssenkungszyklus da?

Ralf Kind: Die jüngsten Zinssenkungen ändern nichts am strukturellen Trend, dass sich Banken mehr und mehr aus dem Finanzierungsgeschäft für Immobilien zurückziehen. Das ist ein wesentlicher Treiber. Nach der globalen Finanzkrise haben wir gesehen, dass die Banken aufgrund der regulatorischen Vorgaben immer restriktiver bei der Kreditvergabe wurden. Das bedeutet nicht, dass die Banken nicht finanzieren wollen. Aber sie konzentrieren sich mehr auf ihre Kernkunden oder einfache Finanzierungen. Doch wenn ein Real-Estate-Projekt etwas schwieriger wird, halten sich die Banken sehr zurück. Dadurch wächst der Anteil der Alternative Lenders bzw. der Debt Funds zügig. Da ist es nicht entscheidend, ob die Zinsen hoch oder niedrig sind.

Agnes Froehlich: Wir sehen das ähnlich. Die Private-Asset-Klassen bei uns sind nicht völlig losgelöst, aber wir sehen sie unabhängig von den Zinszyklen. Wenn man einmal in Private Debt investiert ist, bleibt man auch dabei. Wir sagen bei sinkenden Zinsen nicht, dass wir jetzt wieder aussteigen und irgendwann wieder einsteigen. Private-Debt-Investments machen nur Sinn, wenn man kontinuierlich investiert.

Wann und wie ist die KZVK Köln in Private Debt eingestiegen?

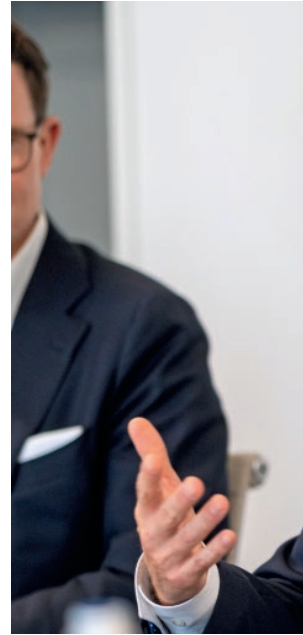
MALTE KLEINDIEK **STABSABTEILUNGSLEITER DIREKT-ANLAGE & PRIVATE DEBT, PROVINZIAL ASSET MANAGEMENT**

Nach der Fusion zwischen Provinzial Rheinland und Provinzial NordWest verwalten wir heute in Summe rund 45 Milliarden Euro, darunter auch Gelder für erste externe Kunden. 2018 haben wir die ersten Investitionen in Corporate Direct Lending vorgenommen.

Agnes Froehlich: Das war 2019 in der Niedrigzinsphase. Da wir nicht die Expertise und den Zugang zum Markt hatten, haben wir uns für einen Berater entschieden. Private Credit ist die einzige Asset-Klasse für Fremdkapital-Investments im Private-Markets-Segment. Unser Ziel war, eine möglichst geringe Korrelation zu den anderen drei Asset-Klassen herzustellen. Aus diesem Grund haben wir uns dafür entschieden, den Fokus auf den Sponsorless-Teil des Marktes zu legen sowie auf den Bereich Asset-Based-Lending. Unser damaliger Berater hat uns in den ersten drei Jahren sehr gut beraten und mit uns GPs und Fonds ausgewählt. Danach konnten wir es selbst machen, weil wir Zugang zu den GPs hatten. Heute beläuft sich der Private-Debt-Anteil auf einen niedrigen einstelligen Prozentbereich des Gesamtportfolios und steigt bereits seit einigen Jahren kontinuierlich an.

Wie ist die Provinzial in Private Debt investiert?

Malte Kleindiek: Ein Grund für uns, in die Asset-Klasse einzusteigen, war ebenfalls die Niedrigzinsphase, die einen gewissen Anlagedruck ausgelöst hat. Damals war die Asset-Klasse noch relativ neu. Wir sind klassisch über eine Dachfondskonstruktion in den Markt eingestiegen, um Markt-Beta und ein breites Exposure aufzubauen. Mit den Jahren sind wir da herausgewach-





sen. Mit der Fusion der beiden Provinzial-Gesellschaften wurde das Kapitalvolumen so groß, dass wir auf Single-Fonds gesetzt haben. Gleichzeitig hatten wir auch die Ressourcen, um das bei uns intern darstellen zu können. Die Fondsmanagerauswahl machen wir jetzt selbst.

Sind Dachfonds das typische Einstiegsvehikel für Investoren, die erstmals in diese Asset-Klasse hineingehen?

Christian Leuchtweis: Ja, wenn wir auf unsere Anleger schauen, spiegelt das die institutionellen Investoren gut wider. Wir sehen Dachfonds aber auch bei den größten Kapitalsammelstellen. Diese besitzen eigentlich ein großes Know-how und sind die Direktvergabe selbst gewohnt, sei es im Real-Estate-Bereich oder in der Asset-Klasse Infrastruktur. Dort suchen sie die Fonds selbst aus, über die sie ihre Private-Markets-Strategien auch selbst entwickeln können. Das ist bei Private Debt aber eher noch die Ausnahme. Nach wie vor geht es den Investoren und Kapitalsammelstellen um Dachfonds und Single-Fonds. In ausgesuchten Segmenten steigen sie inzwischen auch direkt ein.

Ingo Matthey: Auf der Real-Estate-Debt-Seite sehen wir derzeit keine Dachfonds, sondern weitestgehend Mandate oder externe Beratung. Die Investoren möch-



ten die zweite Gebührenebene vermeiden, zumindest reduzieren, und das Thema bedarfsgerecht angehen. Oftmals schlagen Investoren bei Corporate Direct Lending zu Beginn den Weg ein, dass sie sich eine Zielallokation setzen und dies mit einem Berater realisieren. So können sie zielgerichteter investieren als über einen Dachfonds, der die Bedürfnisse der Investoren vielleicht nicht genau trifft. Sponsorless im Bereich Senior Direct Lending halte ich noch für ein schwieriges Thema.

Agnes Froehlich: Es ist ein Nischenthema, aber nicht schwierig.

Ingo Matthey: Eine Nische, weil der Zugang schwieriger ist und der Kreditmarkt für bonitätsstarke Unternehmen noch von Banken dominiert wird. Wir arbeiten gerne mit Sponsoren zusammen, das ist einfach ein relevanterer Markt. Als Asset Manager einer Versicherung investieren wir eher konservativ und legen den Fokus auf das Senior Direct Lending. Dieses Segment wurde vor dem Hintergrund der angestiegenen Basiszinsen wieder deutlich attraktiver. Aus Angebots- und Nachfragesicht ist das ein interessanter Markt.

Guido Justen: Für uns sind Dachfonds vor allem eine Frage der Größenordnung. Wenn ich als Investor 10 oder 20 Millionen Euro in den nächsten Jahren zu investieren habe, dann passt mit Sicher-

„Grundsätzlich halten wir Private Markets und speziell Corporate Direct Lending nach wie vor für attraktiv.“



„Die Planbarkeit, Regelmäßigkeit der Erträge sowie die Art der Erträge machen Private Debt attraktiv.“

heit das Dachfondsprodukt. Wenn ich ein größeres Volumen zu investieren habe, gegebenenfalls, erstmal Know-how aufbauen muss und im ersten Schritt nicht alles selbst machen möchte, dann ist der Berater gut. Der wird mir empfehlen: „Nimm nicht den Zug, sondern die Vespa.“ Wenn man irgendwann das Know-how aufgebaut hat, dann ist Selbstmachen sicherlich eine Möglichkeit. Und zum Thema Ressourcen und Kapazitäten: Wenn ein Investor alles machen möchte – also im Alternatives-Bereich vier Anlageklassen global abdecken möchte –, dann ist das für eine Person sportlich. Aus meiner Sicht sollte man nicht in den Markt gehen und sagen „ich weiß alles“. Das führt schnell in eine Sackgasse.

Wie sieht es mit Direktanlagen und Co-Investments aus?

Markus Bannwart: Für Direct Lending sehen wir Luxemburg als favorisiertes Fondsdomizil, weil Luxemburg über eine große Auswahl an Fondsvehikeln und über ein sehr professionelles Service-Provider-Umfeld verfügt. Der Schwerpunkt liegt hier auf dem Reporting, der Bewertung so-

wie Administration der Kredite. Bei Investitionen in Zielfonds über einen Dachfonds sehen wir in unseren Fondsdomizilen Frankfurt, Luxemburg und Dublin keine Unterschiede in der Ausgestaltbarkeit. Je nach Anforderung eignet sich ein Standort mehr oder weniger. Direktanlagen und Co-Investments finden sich bisher aufgrund ihres Volumens eher in den Portfolios einzelner Asset Manager wieder, die dann Bestandteil einzelner Dachfondsstrategien sein können. Diese Dachfondsstrategien eignen sich vor allem, um eine breite Diversifikation zu erzielen und auch um die Anlage über mehrere Investitionsstrategien steuern zu können.

Sind für LPs in den vergangenen Jahren mehr Zugangsmöglichkeiten zu GPs entstanden?

Agnes Froehlich: Wir sehen sehr viele GPs, die hier in Deutschland unterwegs sind und ihre Produkte anbieten. Wir sind in einem relativ beschränkten Marktsegment unterwegs und suchen nicht so viel. Durchschnittlich machen wir circa drei bis vier Tickets pro Jahr, somit ist die Auswahl für uns groß genug.

Malte Kleindiek: Für uns war entscheidend, dass wir mit der Zeit die Kompetenzen aufgebaut und vertieft haben. Die GPs finden einen schon von ganz allein. Natürlich kommt man deutlich näher an die GPs heran, wenn man das selbst macht und auch im Single-Fonds-Bereich unterwegs ist.

Hängt die Asset-Klasse Private Debt gerade in Europa noch stark an Finanzierungen von Private-Equity-Transaktionen?

Christian Leuchtweis: Wenn Sie die Anzahl an Private-Debt-Fonds zwischen Sponsor und Sponsorless vergleichen, gibt es immer noch eine höhere Allokation zu den gesponserten Fonds. Es sind eher die Private-Debt-Fonds, die Private-Equity-Transaktionen finanzieren. Wobei auf der anderen Seite Deutschland einen sehr ausgeprägten Mittelstand hat. Somit wäre

der Bedarf auf der Seite des Mittelstands gegeben, Kredite von Nichtbanken zu erhalten – insbesondere dann, wenn sich Banken aus gewissen Markt- oder auch Branchensegmenten zurückziehen. Der populäre und deutlich größere Bereich ist nach wie vor Sponsored Finance.

Wie groß ist der globale Private-Debt-Markt?

Christian Leuchtweis: BlackRock hat vor kurzem eine Studie über den Private-Debt-Markt mit den avisierten Wachstumswerten veröffentlicht. Diese sollen in den nächsten Jahren von aktuell circa 1,4 Billionen auf knapp 3,5 Billionen US-Dollar bis 2028 ansteigen – so BlackRock – Global Credit Outlook: 4Q 2024. Wenn Sie die Private-Markets-Asset-Klassen nebeneinanderlegen, werden Sie im Segment Private Debt die höchsten Wachstumsraten sehen. Die Anlageklasse ist bei institutionellen Investoren nicht nur in den USA und in UK etabliert, sondern auch in Europa. Sie ist relativ stabil und hat wenig Korrelation zu Aktien oder aktienähnlichen Produkten. Es gibt regelmäßige Zinskupons, die auch noch variabel sind und somit kaum Duration-Risiken aufweisen. Diese Instrumente haben vom Zinserhöhungszyklus durch höhere Kupons profitiert. Mittlerweile haben viele institutionelle Investoren gute Erfahrungen mit Private Debt gemacht und entscheiden sich, den klassischen Anleihebereich, insbesondere Hochzinsanleihen, teilweise durch Private Debt zu ersetzen.

Agnes Froehlich: Der deutsche Markt ist im Bereich Private Debt sehr klein. Wir würden grundsätzlich gerne mehr in Deutschland investieren, und es gibt auch einige Fonds, die überwiegend in Deutschland anlegen. Deren Sponsoring-Anteil ist wegen des Mittelstands häufig relativ hoch, jedoch haben die Fonds insgesamt ein kleines Volumen.

War Fixed Income vor dem Hintergrund der veränderten Zinslandschaft für Sie eine Alternative zu Private Debt bei der Reallokation?



MARKUS BANNWART HEAD OF ALTERNATIVE INVESTMENTS & STRUCTURING, UNIVERSAL INVESTMENT

Private Debt ist für uns eine sehr wichtige Komponente im Private Market. Auf unseren Plattformen administrieren wir bereits mehr als 260 Strukturen, circa 60 im Kreditbereich.

Agnes Froehlich: Wir haben die Allokation nicht zugunsten von Fixed Income verschoben.

Malte Kleindiek: Man ist ursprünglich aus Renditedruck in die Private Markets gekommen. Natürlich ist ein Umfeld, in dem man wieder nahezu risikofrei für die Lebensversicherung den erforderlichen Garantiezins einkaufen kann, auch etwas, in dem man versucht, die klassischen alten Instrumente der Direktanlage wieder zu stärken. Grundsätzlich halten wir Private Markets und speziell Corporate Direct Lending nach wie vor für attraktiv. Diese Asset-Klassen werden nach unserer Erwartung weiterhin eine attraktive Rendite abwerfen und einen festen Platz in unserem Portfolio behalten.

Viele institutionelle Portfolios haben bereits heute einen hohen Diversifikationsgrad erreicht. Bleibt da noch Platz für Neuinvestitionen in weitere Private-Debt-Titel?



„Aufgrund
der Zinsent-
wicklung seit

2022 sind viele
der deutschen
Debt-Fund-GPs
komplett unter
Wasser oder
vom Markt ver-
schwunden.“

Guido Justen: Das ist letztendlich eine Entscheidung des Investors. Wir empfehlen eine breite Diversifikation. In Private Debt zu investieren, ist ein Lernprozess. Es braucht Zeit, um die ganzen Dimensionen der Asset-Klasse zu verstehen. Wie funktionieren die Märkte und die Manager? Das Beste ist, Dinge zu beobachten und zu relativieren. Was passt zu mir als Investor und meiner Strategie? Die Person, die beim Anleger das Portfolio betreut, muss gegenüber ihren Gremien vertreten und beurteilen können, ob das Investment gut oder auch mal weniger gut läuft. Deshalb sollte ein Investor nach Möglichkeit immer in den Entscheidungsprozess eingebunden werden.

Agnes Froehlich: Es ist umso wichtiger, dass man als Investor auch kontinuierlich über alle Phasen in den Produkten investiert ist und auch bleibt. Nur so lernt man zu verstehen, wie sich das Produkt in den unterschiedlichen Marktzyklen verhält. Und nur so erwirtschaftet man eine kontinuierliche Rendite.

Ein Merkmal von Private Debt ist ein Inflationsschutz. Hat die Asset-Klasse ihre Prüfung in dieser Hinsicht in den vergangenen zwei Jahren bestanden?

Agnes Froehlich: Das können wir schon sagen. Insbesondere im Asset-Based-Lending, weil das unterliegende Asset auch

einen gewissen Wert hat, der im Zuge der Inflation mit ansteigt. Insofern ist es an die Inflation gekoppelt. Es hat aber keinen 100-prozentigen Inflationsschutz – je nachdem, wo der Zinssatz ist und wie hoch die Inflation ist.

Wie wichtig sind Investoren die regelmäßigen Cashflows bei Private Debt?

Ingo Matthey: Ein ordentlicher Ertrag ist für Kunden ein wichtiger Punkt, nicht nur bei Private Debt, sondern auch auf der Real-Estate-Equity-Seite. Das zieht sich durch alle Asset-Klassen hinweg, wenn ein Investor regelmäßige Verpflichtungen hat.

Markus Bannwart: Die Planbarkeit, die Regelmäßigkeit der Erträge sowie die Art der Erträge machen Private Debt attraktiv. Wenn ich mir die Entwicklung auf unseren Plattformen und auch die im Oktober erschienenen Studien ansehe, bekommt man ein klares Bild, in welchen Bereichen Investoren zulegen möchten: Das sind Private Debt, insbesondere Corporate- und Infrastrukturfinanzierungen und auch Investitionen in Infrastruktur. Real Estate Debt wird auch wieder stärker kommen.

Ralf Kind: Es ist die relative Sicherheit, um die es geht. Investoren haben ein Bedürfnis nach sicheren Produkten. Ein Debt-Investment ist sicherer als ein Equity-Investment. Das gilt insbesondere für



RALF KIND **HEAD OF REAL ESTATE DEBT, EDMOND DE** **ROTHSCHILD REAL ESTATE INVESTMENT MA-** **NAGEMENT**

Ich habe bei Edmond de Rothschild Real Estate Investment Management zwei Funktionen. Zum einen leite ich das Deutschland-Geschäft für Rothschild REIM, darunter auch Equity-Investments und das Asset Management. Zum anderen wurde ich 2019 eingestellt, um das europäische Real-Estate-Debt-Geschäft aufzubauen.

Senior-Debt-Strategien, die beispielsweise mit 60 Prozent LTV auf den Repriced Asset Value beliehen werden und mit einer Grundschuld abgesichert sind. Hier befindet sich ein Eigenkapitalpuffer von 40 Prozent in der Finanzierung. Das ist auch von der Risiko-Rendite-Perspektive her attraktiv. Die Rendite bei Debt-Investments liegt zum Teil über der Rendite bei Equity-Strategien. Das ist zwar nicht nachhaltig, spiegelt aber die aktuellen Marktverwerfungen wider. Das wird sich mit der Zeit wieder korrigieren. Risk Return ist ein ganz wichtiger Aspekt für Investoren.

Ingo Matthey: Das sehen wir bei Senior bzw. Whole Loans im Real-Estate-Debt-Segment ebenso. Derzeit sind bei konservativen Fremdkapital-Investments Renditen erzielbar, die Core-Real-Estate-Equity-Anlagen entsprechen, wobei das Eigenkapital noch als Sicherheit bzw. Puffer dient. Das macht Real Estate Debt aktuell für Investoren attraktiv.

Real Estate Debt ist in Deutschland eine noch junge Asset-Klasse. Wie hat sie sich in den vergangenen Jahren vor dem Hintergrund der Immobilienkrise entwickelt?

Ralf Kind: Die ersten Real-Estate-Debt-Fonds wurden in England nach der Lehman-Krise aufgelegt, die auch nur

UK-spezifisch investiert haben. Die erste Welle war in den Jahren 2011 bis 2014. Als der Markt in UK zu klein wurde, expandierten die GPs auf den Kontinent. Dort haben sie sich allerdings schwergetan, die Loans zu finden und das Origination-Geschäft aufzubauen. In den Jahren 2015 bis 2017 sind auf dem Kontinent nach und nach GPs mit einer Reihe von Real Estate Debt Funds entstanden, auch in Deutschland. Diese haben sich erst einmal Single-Country-Strategy-mäßig nur auf ihre Heimatländer konzentriert. Das hat sich seitdem weiterentwickelt. Von 2018 bis 2020 kamen GPs wie wir an den Start, die zwar ihre Basis in Deutschland haben, aber europaweit investieren. Aufgrund der rapiden Zinsentwicklung seit 2022 sind viele der deutschen Debt-Fund-GPs komplett unter Wasser oder schon wieder vom Markt verschwunden. Deutschland hat eine extreme Wertkorrektur auf der Immobilienseite erlebt. Traditionell hat Deutschland immer von niedrigen Kapital- und Finanzierungskosten profitiert. Der starke Zinsanstieg hat viele Bilanzen und Kapitalstrukturen gebrochen. Manche LPs haben nicht nur über Fonds investiert, sondern auch direkt über die Bilanz, und sich dabei die Finger verbrannt. Wer europaweit investiert und mehr diversifiziert hat, hat ein robusteres Portfolio.

Welche Rolle spielen Neubauprojekte bei Real Estate Debt?



„Wenn man sich die verschiedenen Anlageklassen im Debt anschaut, ist Corporate Private Debt am weitesten fortgeschritten.“

Ralf Kind: Wir sind bei Development-Finanzierungen immer sehr selektiv. Unter unseren acht Debt-Investments befindet sich nur eine Projektentwicklungsfinanzierung. In Barcelona finanzieren wir ein Life-Science-Projekt als Umbau. Der Sponsor ist ein spanischer Investment-Manager zusammen mit zwei großen deutschen Family Offices, die die Mehrheit des Eigenkapitals stellen.

Was sind typische LPs, die in Real Estate Debt einsteigen?

Ralf Kind: In unserem ersten Debt Fund, den wir 2020/2021 während der Coronapandemie aufgelegt haben, befinden sich rund 80 Prozent deutsches Kapital, hauptsächlich von Versicherungsgesellschaften. Dabei spielt Solvency II eine Rolle. Für Versicherungsgesellschaften ist es aus regulatorischen Gründen sehr interessant, in Fremdkapital zu investieren. Die Hinterlegungspflicht mit regulatorischem Kapital ist deutlich niedriger, als in Eigenkapitalstrukturen zu investieren.

Ingo Matthey: M&G hat 2009 das Real-Estate-Debt-Team aufgesetzt und erste Investitionen getätigt. Deutschland haben wir in der Vergangenheit untergewichtet,

da Transaktionen im Vergleich zu anderen Ländern unattraktiver waren. Pfandbriefbanken und deutsche Geschäftsbanken waren sehr stark in der Immobilienfinanzierung engagiert, und in anderen Ländern konnten wir Darlehen zu attraktiveren Konditionen vergeben. Unsere Investoren sind vor allem Versicherungen, Versorgungswerke und Pensionsfonds, die Mehrzahl aus Europa, aber auch aus Asien. Wir vergeben Whole Loans an Darlehensnehmer, und je nach Investorenbedarf unterteilen wir die Kredite zudem noch in Senior und Junior Loans, um das von den Investoren gewünschte Risiko-Rendite-Profil zu erzielen.

Wie ist Real Estate Debt in den vergangenen Jahren gewachsen?

Christian Leuchtweis: Wir haben verstärkt Anfragen gesehen, auch für Kreditfonds, auf der Immobilienseite. Es ist ein relativ neues Thema im Vergleich zu Infrastruktur oder klassischer Unternehmensfinanzierung auf der Private-Debt-Seite. Der Markt steckt zwar nicht mehr in den Kinderschuhen, er hat sich aber relativ spät im Segment Private Debt in Deutschland oder im deutschsprachigen Raum entwickelt.



GUIDO JUSTEN

SENIOR PORTFOLIO MANAGER ALTERNATIVE INVESTMENTS, HELABA INVEST

Als Helaba Invest betreuen wir Kunden unter anderem zum Thema Corporate Private Debt, auch Immobilien-Debt und Real Estate Debt. Seit 2015 investieren wir für Kunden in Corporate Private Debt.

Wie stark zieht die Immobilienkrise die Asset-Klasse in Mitleidenschaft?

Christian Leuchtweis: Natürlich haben wir aufgrund des veränderten Finanzierungsumfelds auch Veränderungen gesehen, aber Real Estate Equity ist deutlich stärker betroffen als Real Estate Debt. Als Fremdkapitalgeber hat man einen Eigenkapitalgeber oben darüber sitzen, der die ersten Verluste auffangen muss. Die Finanzierungskosten haben sich substantiell geändert. Wenn Sie teilweise die Rendite einer Bundesanleihe, die mehrere Jahre im negativen Terrain war, plus ihren Kredit-Spread bezahlt haben und auf einmal die zehnjährige Bundesanleihe schon bei 2,5 oder 2,7 Prozent plus eine marktübliche Kreditprämie rentiert, dann sind die Gesamt-FK-Kosten substantiell höher.

Ralf Kind: Die INREV, die Vereinigung der nicht börsennotierten Immobilien-In-

vestment-Formen in Europa, veröffentlicht jedes Jahr ein Debt Fund Universe für Europa. Demnach haben wir in Europa 123 gemeldete Real Estate Debt Funds mit einem Target Equity von rund 70 Milliarden Euro. Die durchschnittliche Größe eines solchen Debt Fund liegt bei knapp 600 Millionen Euro. Vor fünf Jahren, als ich angefangen habe, den Geschäftsbereich für Edmond de Rothschild aufzubauen, waren es ungefähr 30 Milliarden Euro Equity oder AuM. Die Studie zeigt deutlich, dass viele der befragten LPs weiterhin über Debt-Strukturen in Real Estate investieren wollen.

Wie entwickelt sich die dritte Asset-Klasse, Infrastructure Debt?

Guido Justen: Vor 2010 gab es global vielleicht zwei Hände voll Manager für Infrastructure Debt. Jetzt liegen wir global bei 120 Managern. Das Interesse kommt eher von der Subordinated-Debt-Seite her, weil die Rendite auskömmlicher ist. Auf der Senior-Seite ist es ein wenig ein Duration Play, dass man die lange Zinskurve mitnimmt und sagt: Ich komme auf 5 Prozent mit einer Duration von 13 bis 15 Jahren. Auf der Subordinated-Seite beträgt die Haltedauer eher vier, fünf Jahre. Danach wird man letztlich refinanziert. Der Markt ist inzwischen ein wenig gewachsen. Das Gros sind Generalisten im Sinne von vielen unterschiedlichen Sektoren. Es gibt auch Spezialisten, insbesondere im Erneuerbare-Energien-Bereich. Der Trend wird stärker in die Richtung der Spezialisten gehen.

Welche Renditen lassen sich mit Infrastructure Debt erzielen?

Guido Justen: Im Vorrang liegt man, in Euro gerechnet, irgendwo in der Bandbreite von 4 bis 5 Prozent. Im Nachrang liegt das normale Segment bei 6,5 oder 8 Prozent. Einzelne Manager liefern noch mehr und liegen im Bereich von 9 bis 10 Prozent in Euro und netto.

Wie sind die Renditen bei Real Estate Debt?

„Ein ordentlicher Ertrag ist für Kunden ein wichtiger Punkt, nicht nur bei Private Debt, sondern auch auf der Real-Estate-Equity-Seite.“



Ralf Kind: Für einen Whole Loan, der erstrangig besichert ist und eine Value-Add-Immobilie oder ein Value-Add-Projekt finanziert, liegen die Zinskosten nicht unter 6 Prozent. Bezogen auf unsere aktuelle Pipeline inklusive UK, dürfte der Durchschnitt wahrscheinlich ungefähr bei 8 Prozent liegen. Dabei ist der überwiegende Anteil als Festzinsdarlehen strukturiert. Für Mezzanine-Darlehen zwischen 60 und 80 Prozent Loan to Value liegen die Zinskosten im Moment zwischen 12 und 14 Prozent.

Herr Kleindiek, wie ist die Provinzial in Real Estate Debt und Infrastructure Debt allokiert?

Malte Kleindiek: Im Real-Estate-Bereich sind wir nicht allokiert, in Infrastructure Debt schon. Wir haben dort mit Senior-Finanzierungen im Investment-Grade-Bereich angefangen. Man hat ein Cash-flow-Profil, das insbesondere für einen Lebensversicherer sehr gut passt. Wir haben zwei Mandate aufgelegt, damit wir die Transaktionen so umsetzen können, dass sie auf unser Profil passen. Dafür haben wir auch das ausreichende Volumen und die Größe. Wir haben einen sehr guten Spread von deutlich über 250 Basispunkten auf dem Investment-Grade-Teil eingekauft. Das Sourcing war vielleicht ein bisschen schwierig, weil in den letzten 18 Monaten am Markt nicht viel passiert ist, wir liegen aber noch im Plan. Deswegen sind wir mit dem Teil sehr zufrieden, be-

urteilen aber aktuell die Attraktivität des Non-Investment-Grade-Bereichs etwas höher. Wir würden, wie viele andere auch, gerne mehr Renewables machen. Da ist es schwierig, im Senior-Bereich mit den Banken zu konkurrieren.

Agnes Froehlich: Die KZVK Köln ist nicht in dezidierten Infrastruktur- oder Real-Estate-Debt-Fonds investiert. Wir arbeiten mit einem GP im Bereich Asset-Based-Lending zusammen, der neben anderen Themen auch die Themen Infrastruktur und Real Estate bedient.

Kommen wir zum Thema Managerauswahl. Was sind Ihre Erfahrungen? Haben sich Ihr Blick auf Manager oder Ihre Auswahlkriterien heute geändert?

Malte Kleindiek: Wir haben einen klaren Fokus auf etablierte Tier-1-Manager. Erfahrung und Know-how sind uns sehr wichtig. Ein breites Team im Investment-Komitee, aber auch auf den Ebenen darunter sollte ein wirklich großes Know-how vorhanden sein. Eine Workout-Expertise ist uns ebenfalls wichtig.

Ingo Matthey: Wir sind seit 2009 im Direct-Lending-Bereich aktiv und haben bisher für unseren internen Kunden über Mandate und externe Investoren über Multi-Asset-Credit-Fonds investiert. Was wir immer wieder hören: Ein First Time Fund ist schwierig. Bei unserem ersten Fonds erfolgt daher ein substantielles



INGO MATTHEY
**HEAD OF INSTITUTIONAL BUSINESS
 DEVELOPMENT GERMANY &
 AUSTRIA, M&G**

Matthey hat das deutsche institutionelle Geschäft für M&G Investments aufgebaut. M&G Investments ist der Asset Manager der M&G Gruppe und in der Gesamtgruppe sowohl Asset Manager als auch Asset Owner.

Investment durch das eigene Haus. Dies zeigt entsprechendes Commitment und wird positiv aufgenommen. Es gibt zwar bereits viele Anbieter, aber in dem von uns gewählten Bereich Senior/Stretched Senior im Lower bis mittleren Middle Market ist der Wettbewerb weniger intensiv.

Markus Bannwart: Das Interessante ist tatsächlich die Betrachtung der Managerleistung über den gesamten Lebenszyklus des Fonds. Wie haben sich der Manager und die Assets in den Krisen während der Laufzeit bewährt? Und wie hat die Abwicklung der Assets am Ende der Laufzeit funktioniert? Entscheidend ist auch eine funktionierende Exit-Strategie. Wir stellen fest, dass die Exit-Strategie nicht immer hinreichend durchdacht und verankert ist und manche Fonds noch lange über ihre eigentlich vorgesehene Laufzeit Assets halten müssen. Das ist nicht immer im Interesse der Investoren. Es wird eine große Nachfrage nach Asset Managern und Service-Providern geben, die fähig sind, für die Finanzierung optimale Risk-Return-Profile aufzustellen und zu implementieren. Investoren werden dabei weiter auf Third-Party-ManCo-Modelle zugreifen, die den Zweck verfolgen, eben genau die richtigen Partner für die jeweilige Asset-Klasse zusammenzubringen.

Werfen wir einen Blick in die Zukunft: Wie werden sich die einzelnen Segmente Corporate Private Debt, Infrastructure Debt oder Real Estate Debt in

den kommenden zwei bis vier Jahren entwickeln?

Agnes Froehlich: LP-seitig ist Private Debt gekommen, um zu bleiben. Die Asset-Klasse hatte, wie die anderen Private-Asset-Klassen anfangs auch, etwas Exotisches, Fremdes. Der Vorteil bei Private Debt ist, dass viele LPs schon andere Private-Asset-Klassen etabliert haben. Das ist jetzt der Nachzügler. Wir gehen außerdem davon aus, dass es zukünftig mehr Anbieter geben wird. Private Debt wird einen größeren Anteil im Portfolio von institutionellen Investoren einnehmen.

Guido Justen: Ich glaube auch, dass es eigentlich keine neue, sondern eine etablierte Anlageklasse ist, die es teilweise schon seit Jahrzehnten gibt. Wenn man sich Markttrends oder die verschiedenen Anlageklassen im Debt anschaut, ist Corporate Private Debt am weitesten fortgeschritten. Der Nachzügler ist eher das Infrastrukturdarlehenssegment. Hier wird es noch einmal eine stärkere Spezialisierung geben.

Ralf Kind: Wir werden in Europa mehr und mehr dem amerikanischen Modell folgen. Dort ist der Anteil von Private Debt im Bereich Real-Estate-Finanzierungen bei circa 40 bis 50 Prozent. In Großbritannien dürfte der Anteil der Alternative Lenders, also Debt-Fonds und Versicherungen bei gut 30 Prozent sein. Auf dem Kontinent sind wir bei 15 Prozent. Das heißt umgekehrt, wir haben noch zu 85 Prozent



CHRISTIAN LEUCHTWEIS
SENIOR DIRECTOR ALTERNATIVE INVESTMENT FUNDS, SCOPE FUND ANALYSIS GMBH

Die Historie der Anlageklasse Private Debt hat mit Mezzanine-Fonds vor der globalen Finanzkrise begonnen. Aufgrund des veränderten Finanzierungsumfelds haben wir Veränderungen gesehen, aber Real Estate Equity ist deutlich stärker betroffen als Real Estate Debt.

die Banken im Kreditgeschäft. Ich bin fest davon überzeugt, dass die Banken sich weiter aus diesem Geschäft zurückziehen werden und dass dadurch der Marktanteil der Debt Fonds deutlich zunehmen wird.

Malte Kleindiek: Wir sehen das Gleiche auch für den Corporate-Direct-Lending-Markt. Es kommen vermehrt GPs aus den USA nach Europa. In den USA gibt es auch die Middle-Market-CLOs. Die haben wir in Europa jetzt erstmalig gesehen. Diese Entwicklung geht vielleicht an der Stelle noch weiter. Und BlackRock hat mit dem Kauf des britischen Datenanbieters Preqin und den öffentlichen Ausführungen gezeigt, dass man verstärkt in Private Markets aktiv werden will. Das wird die Standardisierung erhöhen.

Ingo Matthey: Die Banken werden sich weiter aus dem Geschäft zurückziehen, egal ob auf Corporate-, Infrastruktur- oder der Real-Estate-Finance-Seite. Entscheidend ist für uns als Asset Manager, wie man sich spezialisiert, und dass man Produkte sowohl für den Darlehensnehmer als auch für den Investor findet, die Relevanz haben. Für die Anleger ist es ein Gewinn, dass sich der Markt verbreitert und sich der Investor somit sein Produkt oder sein Investment nach Risikoappetit und Ertragswunsch entsprechend aussuchen kann.

Christian Leuchtweis: Wenn ich top-down auf Private Debt schaue, ist es ein Segment, das gekommen ist, um zu bleiben. Die Nachfrage nach einzelnen Kreditstrategien wird eher zunehmen. Ich persönlich setze eine generische Regel an: Die Rendite, die Sie pro Einheit Risiko erzielen können oder möchten, sollte das Fundament für die Portfoliokonstruktion und die Portfoliostrukturierung von institutionellen Investoren bilden. Nach diesem Prinzip wird sich der Markt sehr wahrscheinlich verbreitern. Es ist eine Chance für dedizierte und spezialisierte Manager im jeweiligen Subsegment, um erfolgreich zu sein.

Markus Bannwart: Private Debt ist kein Trend, sondern eine bereits etablierte Asset-Klasse. Was mir auffällt: Wir sind heute in der Runde erstaunlicherweise komplett ohne Regulatorik ausgekommen, obwohl es da auch sehr interessante Entwicklungen gibt. Zu nennen ist vor allem der ELTIF, aber auch die Regelungen der AIFMD II und deren bevorstehende Umsetzung im Fondsmarktstärkungsgesetz, die im Bereich Direct Lending und in Bezug auf Asset Manager für mehr Transparenz, Standards und Sicherheit sorgen werden. Der Private-Debt-Markt hat die Flexibilität und das Know-how, um umsichtig und verantwortlich mit Herausforderungen umzugehen. Die Zusammenarbeit mit erfahrenen, professionellen und vertrauensvollen Partnern wird aus unserer Sicht auch weiterhin der Schlüssel zum Erfolg sein. ●

Summary



KEY FACTS

- Private Debt ist derzeit eine der am schnellsten wachsenden Private-Markets-Asset-Klassen.
- Der Einstieg in Private Debt erfolgt für institutionelle Investoren typischerweise über Dachfonds oder mit Hilfe von Beratern.
- Die Asset-Klasse bietet regelmäßige, planbare Cashflows und weist wenig Korrelation zu Aktien auf.
- Der deutsche Private-Debt-Markt ist im internationalen Vergleich noch relativ klein.
- Die Zinswende hat die Attraktivität von Private Debt nicht geschmälert.

Private Debt hat sich als Anlageklasse fest etabliert und wird nach Prognosen von BlackRock bis 2028 auf ein globales Volumen von 3,5 Billionen US-Dollar anwachsen. Die Asset-Klasse umfasst verschiedene Segmente wie Corporate Direct Lending, Real Estate Debt und Infrastructure Debt, wobei die Definition je nach Institution variiert. **Agnes Froehlich** berichtet, dass die KZVK Köln 2019 über einen Berater in Private Debt eingestiegen ist und heute einen niedrigen einstelligen Prozentbereich des Portfolios darin investiert. Der Fokus liegt auf Sponsorless-Finanzierungen und Asset-Based Lending. **Malte Kleindiek** beschreibt den klassischen Einstieg über Dachfondskonstruktionen, bevor man zu Single-Fonds überging. Die Provinzial ist neben Corporate Direct Lending in Infrastructure Debt aktiv mit Schwerpunkt auf Senior-Finanzierungen im Investment-Grade-Bereich.

Für **Ralf Kind** ist der Rückzug der Banken aus der Immobilienfinanzierung ein wesentlicher Treiber für das Wachstum von Real Estate Debt. Die Renditen für

Whole Loans einschließlich Zinsen und Fees liegen bei etwa 10 Prozent, während Mezzanine-Darlehen 14 bis 16 Prozent IRR erreichen können. **Ingo Matthey** betont die Bedeutung regelmäßiger Erträge für Investoren und die aktuelle Attraktivität von Senior Loans im Real-Estate-Debt-Segment, die Renditen auf Höhe von Core-Real-Estate-Equity-Anlagen böten. **Guido Justen** hebt die Entwicklung im Infrastructure-Debt-Bereich hervor, wo die Zahl der Manager von einer Handvoll vor 2010 auf heute etwa 120 gestiegen ist. Die Renditen reichen von 4 bis 5 Prozent im Senior-Bereich bis zu 9 bis 10 Prozent im Nachrangbereich.

Scope beobachtet, dass Investoren zunehmend klassische Hochzinsanleihen durch Private Debt ersetzen. Aus Sicht von **Christian Leuchtweis** hat sich besonders Real Estate Debt als relativ krisenresistent erwiesen. **Markus Bannwart** von Universal Investment betont die Bedeutung der Managerauswahl und einer funktionierenden Exit-Strategie für den Erfolg der Investments. ●