

Ahmet Peker Rolf Dreiseidler  
Johannes Jasper (Hg.)

# Alternative Investments 2.0

Neue Impulse für Strategien,  
Assets und Nachhaltigkeit



Frankfurt School  
Verlag



Ahmet Peker Rolf Dreiseidler  
Johannes Jasper (Hg.)

# Alternative Investments 2.0

Neue Impulse für Strategien,  
Assets und Nachhaltigkeit



Frankfurt School  
Verlag

### **Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek**

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Besuchen Sie uns im Internet: <http://www.frankfurt-school-verlag.de>

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

ISBN (print): 978-3-95647-184-1

ISBN (epub): 978-3-95647-185-8

ISBN (pdf): 978-3-95647-186-5

ISBN (mobi): 978-3-95647-187-2

1. Auflage 2021 © Frankfurt School Verlag / efiport GmbH, Adickesallee 32-34, 60322 Frankfurt am Main

# Stimmen zum Buch

Stephan Buchwald – CEO/Founder, Kontora Family Office GmbH

„Alternative Investments 2.0“ – dieser Buchtitel ist auch eine treffende Beschreibung für die Investmentphilosophie von Kontora. Dabei gilt nicht „je exotischer desto besser“; die Überlegungen dahinter sind sehr rational getrieben. Daher unterstützen wir dieses Buchprojekt aus voller Überzeugung und teilen gerne an dieser Stelle einige Erfahrungswerte mit dem geneigten Leser.

Unternehmerfamilien sind *per se* Risk Taker. Das Abschätzen von Risiken und das Treffen von Entscheidungen unter Unsicherheit, ohne Vorliegen sämtlicher eigentlich benötigter Informationen, gehören zur DNA jedes erfolgreichen Unternehmers. Unternehmern fällt daher der Evolutionsschritt zum Investor typischerweise sehr leicht. Einmal ist die Business-Owner-Denkweise hilfreich, sprich die grundsätzliche Betrachtung des Geschäftsmodells eines Investments als Inhaber, unabhängig von dem prozentual zu erwerbenden Anteil. Zweitens wird die Renditeerwartung immer ins Verhältnis gesetzt zu den intrinsischen Risiken, denn im Prinzip suchen Unternehmer und Investoren das Gleiche: fehlbepreiste Risiken. Die Konditionierung auf eine möglichst präzise Abschätzung der Risiken ist vorhanden, zunächst wird das Verlustpotenzial eruiert und erst dann die Gewinnchancen. Und drittens ist die antrainierte Fähigkeit, Entscheidungen konsequent zu treffen, hilfreich beim Vermeiden der typischen Fehlwahrnehmungen eines Anlegers.

Genau an diesen Stellen kommen alle Investments ins Spiel, die illiquide und eher schwierig zu klassifizieren sind. Die Vorteile dieser Anlageklassen – z.B. Illiquiditätsprämien, Nicht- bzw. Geringkorrelation zu anderen Assets, außergewöhnlich gute Chance-Risiko-verhältnisse durch Nischenstrategien – können nur durch Anwendung der obigen Mindsets erschlossen werden. Die Illiquidität zwingt zu Disziplin und Konzentration auf saubere Analyse – also alles was einen erfolgreichen Investor ausmacht.

Das vorliegende Werk liefert diverse wertvolle Inspirationen zu Erschließung derartiger Renditequellen und empfiehlt sich damit für jeden Investor, der bereit ist, über den Tellerrand des bereits bekannten hinauszugehen. Wir bei Kontora haben einige der in dem Buch vorgestellten Konzepte einer eingehenden Due Diligence unterzogen und uns schlussendlich für eine Investition entschieden. Von daher stehen wir nicht nur mit Überzeugung, sondern auch mit Taten hinter den Inhalten dieses Buches.

## Michael Busack – Geschäftsführender Gesellschafter, Absolut Research GmbH

Professionelle Investoren stehen nicht nur im heutigen Kapitalmarktumfeld vor besonderen Herausforderungen. In vielen Fällen legen sie das Vermögen für Dritte an, die davon ihren Lebensabend bestreiten müssen. Es kommt also drauf an, das Kapital über eine lange Zeit renditestark, aber auch stabil und sicher anzulegen. Aktien und Anleihen sind, neben Investments in Immobilien, für viele Investoren die einzigen Optionen, die in der Kapitalanlage eingesetzt werden. Dieser Fokus auf Zinserträge, die aufgrund des Niedrigzinsumfeldes schon lange nicht mehr vorhanden sind, und ständig steigende Aktienkurse, ist gefährlich. Aktien sind enorm volatil und können, wie in der aktuellen Krise wieder einmal schmerzvoll erfahren, hohe Verluste bringen.

Alternative Investments, die neue Renditequellen erschließen können, die in liquiden Märkten von steigenden und fallenden Kursen profitieren können, die in den privaten Märkten alternative Risikoprämien in eine langfristige Rendite umsetzen können, sind nicht nur aus diesem Grund eine wichtige Ergänzung für alle professionellen Portfolios. Sie tragen auch zur Diversifikation bei, damit zur Risikoreduktion und können die Ertragsprofile asymmetrisch gestalten, so dass extrem hohe Verluste vermieden werden, gleichzeitig aber Renditeoptionen erhalten bleiben. Keine einfache Aufgabe, aber notwendig in dieser herausfordernden Zeit.

Das vorliegende Buch ist deshalb von großem Wert, da die Herausgeber die komplexe Materie strukturiert aufbereiten und die Autoren über ihre Fachkompetenz Licht ins Dunkel so mancher Strategie bringen. Mehr Wissen ist wichtig, die Alternative Investments weg vom Mainstream führen, auf einen diversifizierten Weg für die Investoren, die sich nicht alleine auf steigenden Kurse an den liquiden Märkten verlassen wollen und die ganze Welt der Kapitalanlagen für sich oder ihre Kunden erschließen wollen. Neue Perspektiven im besten Sinne. Ich wünsche dem Buch viele Leser und beglückwünsche die Herausgeber zu dieser inspirierenden Lektüre.

## Daniel F. Just – Vorstandsvorsitzender, Bayerische Versorgungskammer

Gerade in Krisenzeiten zeigt sich, dass der beste Schutz für Investoren eine breite Diversifizierung des Anlage-Portfolios ist. In der nun schon langanhaltenden Niedrigzinsphase, die durch die aktuelle Pandemie jetzt wohl noch länger anhalten wird als vielleicht zunächst befürchtet, müssen institutionelle Investoren nachhaltig neue Wege gehen, um ihren Renditeanforderungen auch in der Zukunft risikoadäquat gerecht zu werden. Der Trend zu noch mehr Anlagen in Substanzwerte zu Lasten von Nominalwerten wird sich weiter fortsetzen. Damit sind wir im Kapitalanlagemanagement unseres Hauses in der Bayerischen Versorgungskammer gerade auch in Krisenzeiten gut gefahren und diese Transformation sehen wir heute weltweit bei vielen Anlegern.

Das Herausgeberwerk von Ahmet Peker, Rolf Dreiseidler und Johannes Jasper bietet hierzu praxisorientierte Lösungsansätze an und zeigt neue Anlagemöglichkeiten auf, die wertvolle und zugleich spannende Anregungen für international tätige Kapitalanleger liefern. Dabei gehen die Autoren auch explizit auf das immer wichtiger werdende Thema der Nachhaltigkeit der Kapitalanlage ein und geben auf verschiedenen Feldern zeitgemäße Ratschläge, sich auch in diesem Bereich substanziell weiterzuentwickeln. Den Autoren ist es in diesem Buch auf exzellente Weise gelungen, wissenschaftlich fundierte Beiträge zu liefern ohne dabei die Leser mit theorielastigen Ausführungen zu überfordern.

Was der Praktiker im Segment der Alternativen Investments heute braucht, wird er hier finden, wenn er mehr will als nur den Mainstream. Die einzelnen Beiträge von erfolgreichen Asset Managern bilden ein hochaktuelles Kaleidoskop, das eine Pflichtlektüre für jeden erfolgreichen und innovativen Marktteilnehmer im institutionellen Geschäft darstellt. Ich wünsche allen Lesern viel Spaß bei der Lektüre, gewinnbringende Erkenntnisse für seine tägliche Arbeit und viele praktische Anregungen für das eigene erfolgreiche Management.

William J. Kelly – CEO, Chartered Alternative Investment Analyst (CAIA) Association

Wir befinden uns in einer Zeit, in der Kapitalströme und Wertschöpfung zunehmend auf den Private Markets zu finden sind, da die nominalen Renditen für Anleihen weiterhin nahe Null liegen. Die Anlageformen als „privat“ zu bezeichnen wird zunehmend unhaltbar, da die Renditedifferenz zu traditionellen Anlagen für weiter steigendes Interesse sorgt.

Auch institutionelle Investoren müssen daher zunehmend über die weniger liquiden und ineffizienten Ecken des Marktes nachdenken. Dieser Prozess muss mit Aufklärung und Weiterbildung beginnen, um einen qualifizierten Auswahlprozess für Anbieter/Produkte und ein klares Verständnis der ihnen zugrundeliegenden Strategie zu entwickeln und innerhalb der Due Diligence einsetzen zu können. Transparenz und Renditepotenziale können schwer fassbar sein, und der informierte Investor sollte diese Faktoren niemals als selbstverständlich ansehen.

„Alternative Investments 2.0 – Neue Impulse für Strategien, Assets und Nachhaltigkeit“ ist ein Investorenleitfaden für die Beurteilung von Rendite-Risikochancen für einige dieser spezialisierten Strategien. Das Buch stellt eine breite Auswahl dieser Anlageformen vor und schafft gleichzeitig eine Wissensgrundlage für Praktiker.

Martina Nitschke, Prokuristin und Abteilungsleiterin Kapitalanlagen, VGV Verwaltungsgesellschaft für Versorgungswerke GmbH

Die Welt von heute ist aus der Perspektive von gestern eine der größten Herausforderungen. Ein neues Denken erfordert Mut, Neugierde, eine Haltung und immer wieder einen Perspektivwechsel. Was wird uns die Zukunft abverlangen? Trifft das Wort „Mainstream“ den Massengeschmack des Jahres 2020 und 2021 oder werden diese Jahre in die Geschichte als „COVID-19“ oder „Klimawandeljahre“ eingehen? Wir wissen es nicht, eine Unbekannte im Labyrinth zu einer sozialökologischen Transformation.

Wir alle kennen die 17 Ziele für nachhaltige Entwicklung (Sustainable Development Goals (SDGs)). In einer großen Präsenz werden sie präsentiert, analysiert und dennoch bleibt eine Einordnung auf einzelne Asset-Klassen schwierig bis unmöglich zugleich. Es sind die Intransparenz der Daten, die mögliche Messbarkeit von Impact und die Tragödie des Zeithorizontes, die uns Einiges abverlangen. Eine gewaltige Investitionslücke baut sich hier von Jahr zu Jahr auf.

Und genau da kommen institutionelle Anleger ins Spiel, denn mit dem Blick auf ein Portfolio 2020/2021 – im Niedrigzinsumfeld – braucht es neue Impulse und Ideen für eine auskömmliche Rendite bei einem händelbaren Risiko. Institutionelle Investoren sind anspruchsvoller geworden, haben das Know-how und den Wissenstransfer in den eigenen Häusern weiter ausgebaut und wünschen sich von ihren Geschäftspartnern eine Kommunikation auf Augenhöhe. Ist das Alternative-Investment-Portfolio ein Medikament der Zukunft?

Alternative Investments in Private Equity, Private Debt, Timber, Infrastruktur usw., egal in welcher Verpackung, sind die Treiber in den Portfolien professioneller Anleger. Genaue Analysen der Assets sind notwendig, um einen wirklich messbaren Impact zeigen zu können. Es ist unsere Verpflichtung hinzuschauen.

Mein Fazit: Für die Zahlen/Daten/Faktenanalyse gibt es Berater und unabhängige Finanzexperten, für die Entscheidung, in eine Asset-Klasse zu gehen, braucht es Verständnis, Kooperation und eine Haltung. Das Buch bietet einen sehr guten Beitrag zur Aufklärung dazu – viel Spaß beim Lesen!

Achim Pütz – 1. Vorsitzender, Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI), Partner, Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH

Mehr denn je suchen institutionelle Investoren aber auch vermögende private Investoren nach Anlagemöglichkeiten, die in einem Niedrigzinsumfeld auskömmliche Renditen generieren. Vor diesem Hintergrund stehen Alternative Investments bereits seit einigen

Jahren im Fokus nahezu aller institutionellen Investoren. Bisherige Investitionstätigkeiten beschränkten sich dabei im Wesentlichen auf langjährig etablierte alternative Anlageklassen und -strategien, vornehmlich Private Equity, Infrastruktur und in der noch etwas jüngeren Vergangenheit auch Private Debt.

Das vorliegende Herausgeberwerk löst sich von diesem Mainstream und zeigt auf spannende Weise auf, wie facettenreich die Welt der Alternativen Investments tatsächlich ist. Investoren finden hier äußerst wertvolle und zeitgemäße Inspirationen für Investmentopportunitäten, die u.a. aufgrund geringerer Kapitalströme sowie ihrer spezifischen Eigenschaften sehr attraktive risikoadjustierte Renditen sowie vorteilhafte Diversifikationseigenschaften bieten. Die einzelnen Beiträge finden dabei inhaltlich eine ausgezeichnete Balance zwischen dem notwendigen Tiefgang ohne dabei zu technisch zu werden. Die jeweilige Berücksichtigung der Implikationen durch COVID-19 macht dieses Buch zudem auch aus dieser Perspektive hoch aktuell und lesenswert.

Peter Willner – Head of Pension Asset Management, Siemens AG

Alternative Investmentstrategien sind ein wesentlicher und bedeutender Bestandteil eines stabil diversifizierten und renditestarken Portfolios – diesen Ansatz verfolgen wir schon seit geraumer Zeit für das Pension Asset Management. Die jüngste Vergangenheit hat wieder einmal verdeutlicht, welchen erkennbaren positiven Einfluss die Beimischung von alternativen Investmentstrategien auf ein Portfolio hat.

Durch die weltweit hohen Zuflüsse von neuen Investorengeldern hat die Alternative-Investment-Branche in den vergangenen Jahren ein beachtliches Wachstum erlebt. Die damit verbundene Standardisierung von Anlagestrategien, die Institutionalisierung von Asset Managern, die verbesserte globale Regulierung, oder auch die zunehmende Berücksichtigung neuer ESG-Standards zeigen, dass die Branche sich als ein fester Bestandteil im institutionellen Anlageuniversum etabliert hat. Dennoch haben alternative Investmentstrategien nicht an Dynamik verloren und die Vielfältigkeit von Anlagemöglichkeiten, sei es aufgrund veränderter Marktgegebenheiten oder auch technischer Innovationen, ist nach wie vor für Investoren sehr hoch und vielversprechend.

Das vorliegende Herausgeberwerk von Ahmet Peker, Rolf Dreiseidler und Johannes Jasper greift diesen Aspekt der Vielfältigkeit hervorragend auf: Die facettenreichen Beiträge weltweit führender Spezialisten aus der Alternative-Investment-Branche verdeutlichen auf eine sehr gelungene Weise, welche dem Leser bis dato vielleicht noch unbekanntes Möglichkeiten es derzeit gibt. Unabhängig davon, ob man sich einen ersten Einblick in die Vielfältigkeit der Alternativen Investments verschaffen möchte oder als ein erfahrener Investor neue Impulse sucht, bietet dieses Buch ein wissenschaftlich fundiertes, aber auch praxisorientiertes Sammelwerk voller abwechslungsreicher Beiträge.



# Vorwort

Alternative Investments sind bereits seit vielen Jahren auf dem Vormarsch. Insbesondere durch das anhaltende Niedrigzinsumfeld, aber auch durch den Wunsch der Investoren, Portfolio-Risiken durch Diversifikation zu reduzieren, hat sich dieser Trend in den letzten Jahren signifikant verstärkt. Es ist davon auszugehen, dass dies mit Blick in die Zukunft weiterhin der Fall sein wird. Denn zumindest so lange die Notenbanken an ihrer gegenwärtigen Zinspolitik festhalten, sind Investoren gefordert, neue Renditequellen zu erschließen, um ihre Verpflichtungen weiterhin erfüllen zu können. Dabei spielen Alternative Investments in ihrer Gesamtheit eine große, wenn nicht sogar eine zentrale Rolle.

Diese Entwicklung wird aber auch durch die fortschreitende Professionalisierung der Investoren (z. B. Etablierung der CFA- und CAIA-Charter) sowie durch die zunehmend umgesetzte vertikale Integration von Asset-Klassen verstärkt. Alternative Investments sind in dieser Betrachtungsweise keine eigene Asset-Klasse, sondern vielmehr Varianten von Eigen- oder Fremdkapitalanlagen. Eigenes und gesellschaftliches Bewusstsein für die Art und Weise der Renditegenerierung (Stichwort: Nachhaltigkeit), aber auch die Digitalisierung und die einhergehende Transparenz von Finanzdienstleistungen sowie deren spezifischen Mehrwert flankieren dabei als wesentliche Einflussgrößen die konkrete Implementierung von Alternative Investments.

Die zunehmende Akzeptanz und Bedeutung von Alternativen Investments in der Asset-Allokation von Investoren und die damit einhergehenden steigenden Mittelzuflüsse führen jedoch unweigerlich zu verschiedenen Problemen: So ist davon auszugehen, dass zukünftige Renditen die historisch erzielten Werte wohl nicht mehr erreichen werden und/oder mit höheren Risiken einhergehen werden. Neben diesen nachteiligen Effekten auf das Rendite/Risiko-Verhältnis ist ebenfalls davon auszugehen, dass die Diversifikationseigenschaften kompromittiert werden und nicht zuletzt auch Anlagekapazitäten fehlen werden. So lag im September 2020 gemäß Informationen des Datenanbieters Preqin das Dry Powder, also das von Investoren in Privatmarktanlagen zugesprochene, aber von den Asset-Managern noch nicht investierte Geld, mehr als doppelt so hoch wie noch zu Zeiten vor der Finanzkrise 2007/2008. Den dominierenden Anteil machen dabei die „klassischen“ Anlagekonzepte der jeweiligen Segmente aus.

Mit vorliegendem Buch wollen wir interessierten Lesern spannende und innovative Investitionsmöglichkeiten aus der Welt der Alternative Investments aufzeigen, die abseits des Mainstreams sind. Diese Nischen- und Spezialstrategien ermöglichen den Zugang zu neuen attraktiven Renditequellen und könnten daher für Investoren zukünftig eine größere Rolle spielen. Dabei haben wir großen Wert daraufgelegt, Fachbeiträge erfahrener Praktiker zusammenzuführen. Dem Leser und Investor soll damit ein praxisrelevantes Basiswissen an die Hand gegeben werden, welches eine Entscheidungsgrundlage erlaubt,

ob ein derartiges Investment in der Kapitalanlage weiterverfolgt und in der Folge einer tieferen Due Diligence unterzogen werden soll.

Dabei verstehen sich die einzelnen Themen nicht als konkrete Investitionsempfehlungen der Herausgeber, sondern vielmehr als Anstoß für eine gedankliche Öffnung für Neues sowie als Wegweiser in die noch weniger bekannten, aber durchaus interessanten und aussichtsreichen Segmente der vielfältigen Welt der Alternative Investments.

Wir bedanken uns bei allen Autoren dieses Buches, die mit großem Engagement dazu beigetragen haben, neue Perspektiven für Investoren aufzuzeigen. Des Weiteren danken wir dem Frankfurt School Verlag, insbesondere Herrn Dr. Thomas Lorenz, für die Möglichkeit sowie die tatkräftige Unterstützung bei der Umsetzung dieses Projekts. Unser weiterer Dank gilt der FERI Trust, der POLARIS Investment Advisory AG sowie allen weiteren involvierten Unternehmen für die Unterstützung dieses Buches. Einen abschließenden und besonderen Dank möchten wir an unsere Familien und Freunde richten, die uns sowohl mit emotionalem, aber auch fachlichen Beistand während des gesamten Projekts begleitet haben.

Frankfurt am Main/Zürich/München, im Januar 2021

AHMET PEKER  
ROLF DREISEIDLER  
JOHANNES JASPER

# Inhaltsverzeichnis

Stimmen zum Buch. ....	V
Vorwort. ....	XI
Inhaltsverzeichnis. ....	XIII
Herausgeber. ....	XV
Autorenverzeichnis. ....	XVII
<b>Fremdkapital. ....</b>	<b>1</b>
Investing in Private Debt in Line with Today's Market Conditions. .... <i>Martin Progin/Ariel Goldblatt/Mark Tsang/Michael Venne/Matthias Erb</i>	3
Insurance Linked Securities (ILS) – Einblicke in eine unkorrelierte Anlageklasse. .... <i>Beat Holliger</i>	31
Investitionen in Forderungen. .... <i>Patric Wisard</i>	71
Anwendung von Aktienfaktoren auf Unternehmensanleihen. .... <i>Demir Bektić/Ulrich Neugebauer/Timo Spielmann</i>	95
Regulatory Capital Transactions – Eine attraktive Alternative im Bereich Private Debt. .... <i>Milan Stupar/Jörg Schomburg</i>	117
Finding Alpha in Emerging Markets Special Situations Investing. .... <i>Daniel Chapman</i>	139
<b>Eigenkapital. ....</b>	<b>173</b>
Private Equity – Outperformance in frühen Fondsgenerationen. .... <i>Sven Czermin/Oleg Tarasov</i>	175
Challenges and Opportunities in the Ever-Changing Private Equity Landscape in Asia. .... <i>Marc Lau/Debbi Sutuntivorakoon/Ernest Ong</i>	203

Strategien, Rendite und Risiko im Private-Equity-Sekundärmarkt . . . . .	239
<i>Christian Diller/Katja Baur</i>	
Überblick und Entmythisierung von Turnaround-fokussierten Private-Equity-Strategien. . . . .	275
<i>Patrick Pilz</i>	
The Case for Minority Equity Investing with Mid-Sized Private Capital GPs. . .	295
<i>Anthony Maniscalco</i>	
Private Equity Real Estate: Investitionen in Value-Add-Strategien – Das Renditepotenzial von Immobilienanlagen im Non-Core-Bereich . . . . .	313
<i>Henrik Haeußler</i>	
<b>Nachhaltigkeit . . . . .</b>	<b>335</b>
Nachhaltigkeit als Wachstums- und Renditetreiber mit Impact – Opportunitäten im Privatmarkt. . . . .	337
<i>Ralph Kretschmer</i>	
Natürlich Investieren – Alternative Anlagen in Wald- und Ackerland . . . . .	369
<i>Weiyi Zhang/Keith Balter</i>	
Impact-Investments in nachhaltige Landwirtschaft. . . . .	401
<i>Oliver Hanke/Richard Focken</i>	
<b>Hybride &amp; digitale Innovationen . . . . .</b>	<b>425</b>
Acceleration Capital – Umsatzbeteiligungen bei Hedgefonds . . . . .	427
<i>Stephan Bongartz/Marcus Storr</i>	
Portfolio Risk Management Using Implied Volatility – Separating Fear from Reality. . . . .	449
<i>Harindra de Silva/Megan Miller</i>	
Music Royalties und Shipping als Nischen-Alternative-Investments im semi-liquiden Bereich . . . . .	467
<i>Flurin Grond/Thomas Kochanek/Werner Brönnimann</i>	
Digital Assets – Eine systematische Übersicht über die Token Economy. . . . .	495
<i>Claus Hilpold</i>	

# Herausgeber

## Ahmet Peker



Ahmet Peker ist Leiter Institutionelle Kunden Deutschland bei der FERI Trust GmbH. In dieser Funktion ist er gesamthaft für die Beratung und Betreuung von Institutionellen Anlegern verantwortlich.

Zuvor war er rund zehn Jahre bei der Deka Investment GmbH tätig, zuletzt als Senior Portfolio Manager. Vor dieser Tätigkeit hat er als Consultant bei der Ernst & Young AG mehrere Kapitalverwaltungsgesellschaften in der Prozessoptimierung beraten.

Ahmet Peker ist seit 2009 Chartered Alternative Investment Analyst (CAIA) und leitet seit 2015 ehrenamtlich das Germany Chapter der CAIA Association. Er ist Autor verschiedener Bücher und Artikel und war Mitglied in Arbeitsgruppen bei nationalen und internationalen Verbänden.

## Rolf Dreiseidler



Rolf Dreiseidler ist Managing Partner bei dem in Zürich ansässigen Fundraising-Spezialisten POLARIS Investment Advisory AG. Zuvor war er rund zehn Jahre für die Man Group plc tätig, zuletzt als Head Institutional Clients Germany. Weitere berufliche Station von Rolf Dreiseidler umfassen die Leitung Dach-Hedgefonds bei der Deka Investment GmbH sowie die Leitung der Geschäftsstelle des Bundesverbandes Alternative Investments e.V. (BAI).

Rolf Dreiseidler besitzt einen Abschluss als Diplom-Volkswirt der Universität Bonn. Er ist CFA- und CAIA-Charterholder sowie Dozent an der EBS Executive Education.

Seit über zehn Jahren ist Rolf Dreiseidler zudem stellvertretender Vorsitzender im Bundesverband Alternative Investments e.V.

## Johannes Jasper



Johannes Jasper ist als Senior Investment Manager im Pension Asset Management bei der Siemens AG tätig und betreut in seiner Rolle primär die Hedge-Fund und Multi-Asset-Investments. In seinen vorherigen beruflichen Stationen war er als Portfolio Manager für liquide Investments bei einem Single Family Office in Frankfurt am Main tätig und betreute zuvor bei der Bayerischen Versorgungskammer die Hedge-Fund- und Commodity-Investments.

Seinen Bachelor of Science machte Johannes Jasper an der Goethe Universität in Frankfurt am Main und absolvierte seinen Master of Science an der Universität Liechtenstein. Er ist zudem CAIA-Charterholder.

# Autorenverzeichnis

Keith Balter	Director of Economic Research, Hancock Natural Resource Group, Boston
Katja Bauer	Chief Financial Officer (CFO), Montana Capital Partners AG, Baar
Dr. Demir Bektić	Head of Quant Fixed Income, Deko Investment GmbH, Frankfurt am Main (bis 30.11.2020)
Stephan Bongartz	Investment Manager, FERI Trust GmbH, Bad Homburg
Werner Broennimann	Investment Analyst, Progressive Capital Partners Ltd., Zug
Daniel Chapman	Chief Executive Officer (CEO)/Chief Investment Officer (CIO), Argentem Creek Partners, New York
Sven Czermin	Co-Head of Private Equity, FERI Trust GmbH, Bad Homburg (bis 30.09.2020)
Harindra de Silva	Ph.D., Chartered Financial Analyst (CFA), Portfolio Manager, Analytic Investors/Wells Fargo, Los Angeles
Dr. Christian Diller	Managing Partner, Montana Capital Partners AG, Baar
Matthias Erb	Partner, StepStone Group, Zürich
Richard Focken	Chief Executive Officer (CEO)/Geschäftsführer, 12Tree Finance GmbH, Berlin
Ariel Goldblatt	Director, StepStone Group, New York
Flurin Grond	Deputy Chief Investment Officer (CIO), Progressive Capital Partners Ltd., Zug
Henrik Haeußler	MRICS, Senior Director Client Portfolio Management, Invesco Asset Management Deutschland GmbH, München
Oliver Hanke	Chief Sustainability Officer (CSO)/Chief Marketing Officer (CMO), 12Tree Finance GmbH, Berlin
Claus Hilpold	Chartered Financial Analyst (CFA), CAIA, Co-Founder, Senior Advisor L1 Digital AG, Zürich
Beat Holliger	Head of Product Management, Schroder Secquaero, Zürich

Dr. Thomas Kochanek	Chief Risk Officer (CRO)/Chief Operating Officer (COO), Progressive Capital Partners Ltd., Zug
Ralph Kretschmer	Gründer, Managing Partner, EBG Investment Solutions AG, Zürich
Marc Lau	Partner, Axiom Asia Private Capital Pte Ltd., Singapur
Anthony Maniscalco	Managing Partner/Head of Strategic Capital Group, Investcorp, New York
Megan Miller	Chartered Financial Analyst (CFA), Portfolio Manager, Analytic Investors/Wells Fargo, Los Angeles
Dr. Ulrich Neugebauer	Sprecher der Geschäftsführung, Deka Investment GmbH, Frankfurt am Main
Ernest Ong	Analyst, Axiom Asia Private Capital Pte Ltd., Singapur
Patrick Pilz	Partner, Lafayette Mittelstand Capital Fund Manager SARL, Luxemburg
Martin Progin	Analyst, StepStone Group, Zürich
Jörg Schomburg	Leiter Sales Alternatives Germany & Austria, AXA Investment Managers, Frankfurt am Main
Timo Spielmann	Head of Quant Corporate Bonds, Deka Investment GmbH, Frankfurt am Main
Marcus Storr	Head of Alternative Investments, FERI Trust GmbH, Bad Homburg
Milan Stupar	Co-Leiter Bank Capital Solutions Team & Specialty Finance, AXA Investment Managers, Paris
Debbi Sutuntivorakoon	Vice President, Axiom Asia Private Capital Pte Ltd., Singapur
Oleg Tarasov	Investment Manager, FERI Trust GmbH, Bad Homburg
Mark Tsang	Director, StepStone Group, London
Michael Venne	Senior Associate, StepStone Group, La Jolla
Patric Wisard	Partner, Swiss ALP Asset Management GmbH, Vaduz
Weiyi Zhang	Natural Resource Economist, Hancock Natural Resource Group, Boston

# Fremdkapital



# Investing in Private Debt in Line with Today's Market Conditions

*Martin Progin/Ariel Goldblatt/Mark Tsang/Michael Venne/Matthias Erb*

## **1 Introduction**

## **2 Investment Case**

- 2.1 Introduction to Private Debt
- 2.2 Corporate Direct Lending (Core Strategy)
  - 2.2.1 Overview
  - 2.2.2 Risk-adjusted Returns
  - 2.2.3 Key Advantages for Borrowers
  - 2.2.4 Investment Risks and Considerations
  - 2.2.5 Outlook
- 2.3 Opportunistic Lending
  - 2.3.1 Overview
  - 2.3.2 Market Growth
  - 2.3.3 Risk-adjusted Returns
  - 2.3.4 Investment Considerations
  - 2.3.5 Outlook
- 2.4 Co-Investment and Secondaries in the Corporate Private Debt Space

## **3 Return Drivers of Private Debt Investments**

- 3.1 Base Loan-related Factors
- 3.2 Direct Lending Specific Factors
- 3.3 Portfolio Positioning through the Credit Cycle

## **4 Risk Mitigation and Success Factors When Investing in Private Debt**

- 4.1 Market & Loan Level Data
- 4.2 Investment Control
- 4.3 Lender of Record
- 4.4 Deployment
- 4.5 Flexibility
- 4.6 Diversification
- 4.7 Workout Capabilities
- 4.8 Economies of Scale

## **Bibliography**



# 1 Introduction

Private debt is a fascinating and rapidly evolving asset class. In market penetration and maturity, it is quickly catching up with its older sibling, private equity. It is also following many of the historical trends around fundraising and evolution of co-investments and secondaries in the private equity asset class.

Part of the strong growth of private debt is driven by the inflow of capital from institutional investors identifying higher yields in a low-interest-rate environment, finding a product that mitigates the J-curve for their private equity investments and concluding that debt funds solve a financing gap left by banks. This trend is further driving the migration of capital and talent from public to private markets.

However, we believe the asset class is still in its early days. The near-to mid-term market challenges implied by the COVID-19 outbreak will prove a true stress test for General Partners' (GP) track records and for the performance of different strategies. Such dislocations, though unlikely to change the fundamentals supporting the long-term growth of private debt, will have a significant impact on the evolution of the asset class, for existing GPs and prevailing strategies.

This contribution aims to provide the reader with some helpful insights about successful private debt investing. The analyses presented hereafter should help investors to construct robust portfolios and navigate through stressed periods comfortably. We make use of a large proprietary database to add colour to some of the concepts presented in this contribution and to demonstrate the value of data in what remains an opaque asset class. Partnering with GPs and other market participants proves to be a valuable strategy for private debt investors. Besides being a precious source of information, these relationships can also provide the investors with investment opportunities reserved for a limited number of participants.

## 2 Investment Case

### 2.1 Introduction to Private Debt

Until recently, banks were the primary provider of debt capital to corporations. Using an “originate to distribute” model, a single bank underwrites an entire loan facility and finds other lenders (a syndicate) to share the risk. Since the Global Financial Crisis (GFC), the number of commercial banks in the United States has fallen by more than a third, from

7,200 to less than 4,450.<sup>1</sup> Congress passed major reforms that limited the amount of risky assets banks could have on their balance sheets. The combined effect of fewer commercial lenders and more stringent capital requirements left a significant void in global capital markets. The middle market, consisting of companies with EBITDA below USD 75 million, was particularly affected, as banks turned their attention upmarket. Institutional lenders, in search of attractive yields, filled the gap left by banks. Lower capital supply as well as higher demand from investors and more flexible terms for issuers explain the growth of private middle market direct lending since the GFC.

Over the last decade, corporate private debt in the middle market – also referred to as direct lending – has matured into an institutional-quality asset class. In 2018, 182 private debt funds raised USD 119 billion. Not only have more funds been raised but deal sizes and volumes have also grown markedly. Private debt managers put more than USD 145 billion of capital to work across 1,345 transactions in 2019.<sup>2</sup> However, these numbers are probably understated; we estimate the overall middle market in the United States to be USD 1.25 trillion. With an average loan life between three and four years, this results in annual issuance of more than USD 350 billion. The European market is approximately a third of the US market, totaling around USD 410 billion.<sup>3</sup>

Private debt covers a large and diverse universe of strategies in the three main asset classes: corporate, real estate, and infrastructure. This universe has broadened to encompass the burgeoning field of specialty finance. Exhibit 1 serves as an extract of some of the main private debt strategies, comparing gross asset yield levels with public credit on a risk-adjusted basis. On that basis, the attractiveness of direct lending becomes obvious.

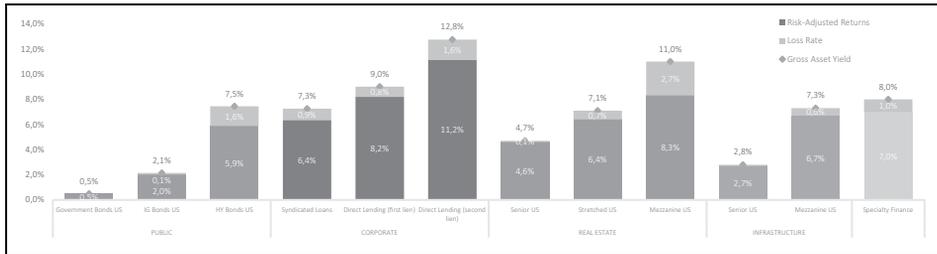
---

<sup>1</sup> Federal Financial Institutions Examination Council, as of March 2020.

<sup>2</sup> Preqin, as of July 2020.

<sup>3</sup> Total Market Size for US Direct Lending based on Reuters data and StepStone estimates. European Direct Lending data based on StepStone estimates.

Exhibit 1: Indicative gross and loss-adjusted returns across various credit asset classes



Source: Bloomberg Barclays Indices, Credit Suisse, Thomson Reuters Quarterly MM Private Deal Analysis, StepStone Calculation as of June 2020

## 2.2 Corporate Direct Lending (Core Strategy)

### 2.2.1 Overview

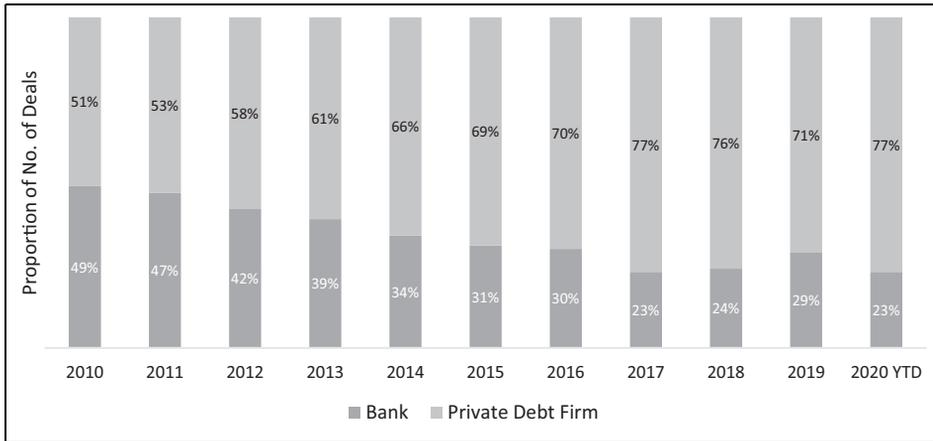
Corporate direct lending is the core strategy within private debt. It is responsible for most of the asset class's growth over the last decade. Private debt AuM has grown globally, likely surpassing the USD 1 trillion mark several years ago.<sup>4</sup>

Numerous trends have driven the growth of the direct lending market in the US and Europe:

- **Bank constraints:** After the GFC, banks were subject to regulatory reforms that required them to hold greater levels of capital reserves. Subsequently, banks had to deleverage their balance sheets and deploy their capital more deliberately. The general trend for banks was to focus on large corporate and investment-grade lending, creating a vacuum in financing for middle-market companies.

<sup>4</sup> StepStone estimate.

Exhibit 2: Number of Global Private Debt Deals; Banks vs. Private Debt Firms



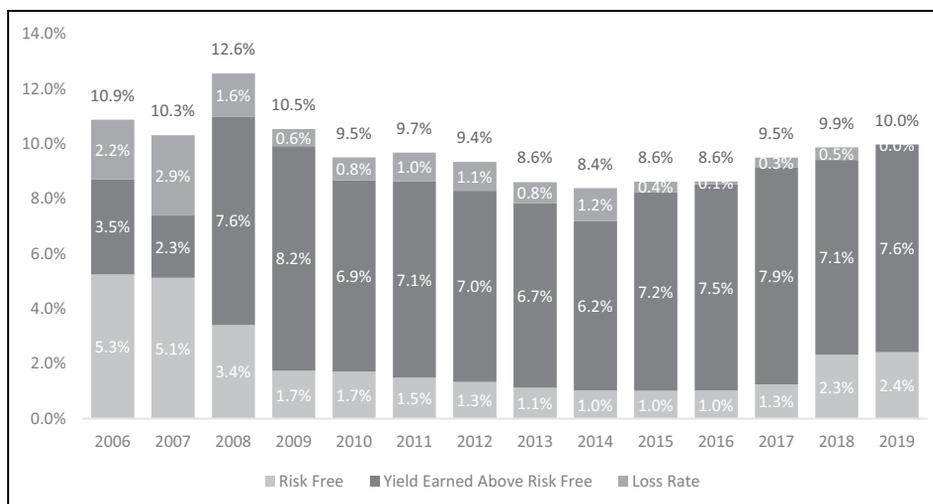
Source: Preqin, as of July 2020

- **Private equity:** Private equity sponsors, particularly in the middle market, have increasingly used debt funds to finance their investments due to the speed of execution and the flexibility of financing solutions that direct lenders can offer relative to banks. During the GFC, when it would have been needed the most, private equity sponsors lost support from banks as underperforming loans were passed to recovery units. Private equity firms were forced to bear significant losses, which harmed their relationships with banks and accelerated the growth of direct lending.
- **Borrower education:** As the direct lending solution developed, the transaction ecosystem supported its growth through education of borrowers. Management teams of corporations typically have more conservative attitudes with entrenched preferences for borrowing from banks. To win them over, debt advisers, lawyers, and accountants have presented the advantages and risks of direct lending compared with traditional bank financing structures. Gradually, CEOs and CFOs have come to understand the benefits of working with both debt funds and banks to grow their businesses.
- **Investor appetite:** Debt funds' clear and coherent investment thesis for direct lending has resonated with investors. Direct lenders have been able to raise significant amounts of capital, which in turn supports their ability to compete against banks, further driving the asset class's growth. As the fund sizes increase, direct lenders have improved their ability to vie for larger transactions as an alternative solution to capital markets.

## 2.2.2 Risk-adjusted Returns

To understand direct lending's performance profile, it is important to analyse the returns through a cycle. Exhibit 3 underlines the resilience of direct lending as it has maintained at least a 7.2% loss-adjusted return over the last 14 years.

Exhibit 3: US first-lien<sup>5</sup> Corporate Direct Lending gross and loss-adjusted yields through the cycle (by vintage)



Source: StepStone Private Debt Internal Database, based on 5,600 US first-lien loans

## 2.2.3 Key Advantages for Borrowers

To better understand the market dynamics behind the growth of corporate direct lending, it is important to highlight the advantages for borrowers. These characteristics sustain the continuing uptake of direct lending by middle-market companies:

- **Control:** Direct lenders will maintain close relationships with sponsors and management teams of borrowers after originating the transaction. Even if the loan experiences difficulties and defaults, a direct lender will continue to work closely with the borrower for a resolution. This stands in stark contrast to how banks operate. When a loan underperforms, banks send it to an internal workout team, which aims to remove the

<sup>5</sup> First-lien lenders have the priority claim on the company value, holding debt that ranks ahead of second-lien loans and other subordinated lenders, for example.

troubled asset from the bank's loan portfolio, and not to help the borrower restructuring the business.

- **Speed of execution:** The private equity landscape is increasingly competitive, and many sponsors are pre-empting sales processes to gain an advantage over other bidders. Therefore, sponsors are seeking direct lenders that can move quickly alongside them in submitting binding offers for investment targets. As direct lenders have smaller teams and more flexible investment approval processes than banks, they can offer the speed of execution that sponsors need in competitive sales processes.
- **Structural flexibility:** Direct lenders have less rigid policies in place compared with banks and can provide more flexibility in structuring customised financing solutions. For example, direct lenders have shown flexibility in capital repayment, typically structuring a "bullet" profile so that 100% of principal is repaid at maturity. This allows the borrower to use its free cash flow to grow the business as opposed to repaying principal. Direct lenders also exhibit more flexibility than banks in the negotiation of key terms in loan agreements. Greater flexibility can also be provided during the life of the loan would the issuer face an adverse situation as demonstrated during the COVID-19 crisis. For instance, direct lenders quickly agreed to suspend or postpone interest payments for companies confronted with liquidity issues.
- **Business partners:** In the case of non-sponsor transactions (i.e., with no private equity firm involved), direct lenders can provide support to management teams in addition to debt capital. Like private equity firms, direct lenders can give management teams access to their relationship networks to access more customers, sector expertise, more supplier relationships and operational experts supporting the companies' financial and operational performance.

## 2.2.4 Investment Risks and Considerations

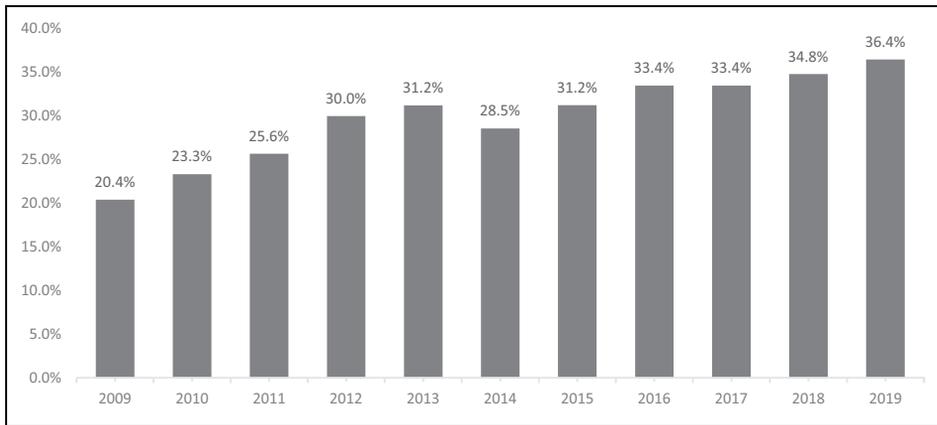
When assessing direct lending strategies, investors should not neglect the investment risks particularly toward the end of an economic cycle.

During the last 10 years, valuation multiples gradually increased with the expansion of the economic cycle. In turn, sponsors steadily pushed leverage levels up in line with pre-GFC peaks to compete in sales processes and meet valuation expectations. Even though leverage levels were steadily increasing in line with valuation multiples, sponsors increased their equity cheque at a faster rate over the period. Hence, the cash equity cushion below the debt in the capital structure typically remained in excess of 45%, in line with post-GFC figures.

Key terms such as “covenant headroom” and “EBITDA adjustments” are gaining importance in borrower-friendly environments. The importance of data as well as deeper analysis of direct lenders’ term sheets and financing structures is critical to understanding the genuine risk profile investors are taking. Covenant headroom can be compared to a margin for error granted to borrowers when defining the covenant level. It is formally the relative difference between the level of a financial metric at origination and the agreed covenant level.

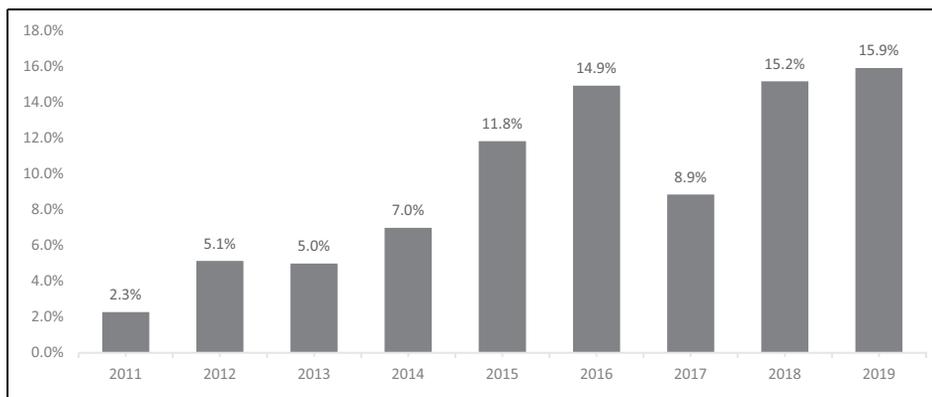
In most cases, covenant headroom decreases over time, as covenants tend to be stricter over the life of the loan. EBITDA adjustments, or the practice of taking credit for cost savings and other pro forma adjustments, became popular in the past few years. By overestimating a company’s profitability, these adjustments skew the valuation calculus, making companies seem less expensive than they really are. In turn, it becomes much easier for a sponsor to lever up the company. While private equity sponsors have become more creative in how they define EBITDA, direct lending GPs (and co-investors) must rely on a quality of earnings report. Published by reputable accounting firms, these reports help the sponsor and lender determine which adjustments should be added back to EBITDA and which should be excluded.

Exhibit 4: Average covenant headroom for first-lien Direct Lending deals



Source: StepStone Private Debt Internal Database, based on more than 8,000 US and EU first-lien loans

Exhibit 5: Average EBITDA adjustments for first-lien Direct Lending deals



Source: StepStone Private Debt Internal Database, based on more than 8,000 US and EU first-lien loans

During economic downturns, banks often have little or no ability to underwrite syndicated leveraged loans causing a liquidity shortage for middle-market companies. Direct lenders with ample dry powder to invest are well-placed to fill the gap left by banks. Due to the reduced competition, lenders should be able to negotiate more lender-friendly terms, such as higher pricing, lower leverage, more covenants, less covenant headroom or EBITDA adjustment. Although the consequences from the COVID-19 crisis are still uncertain, some first observations can already be drawn. After a massive reduction of deal flow, one could observe more lender-friendly terms in the first post-crisis transactions. StepStone observed a pickup in pricing combined with lower leverage level, price multiple, covenant headroom and EBITDA adjustment.

## 2.2.5 Outlook

The rise of corporate direct lending may have coincided with perhaps the longest economic recovery ever, but this success is here to last. Even though it is too early to gauge the consequences of the COVID-19 outbreak on direct lending, we believe the asset class will continue to capture market share from banks for several reasons:

- Continued bank disintermediation: Traditional banks appear likely to continue focusing on large corporations, shying away from borrowers at the lower end of the market. This allows direct lenders to remain focused on small and middle markets, prolonging the trend of banking disintermediation.
- Direct lenders' ability to execute larger transactions: As GPs raise more capital, they will eventually compete with the leveraged loan market for larger deals. In Europe, we have already seen some GPs pursue billion-euro transactions.