

## Die volkswirtschaftliche Dimension des Wirkens von Kreditfonds in Europa

*„Die Versorgung der mittelständischen Volkswirtschaft mit ausreichendem, langfristigem, flexibel ausgestaltetem, und adäquat gepreistem Fremdkapital ist essentiell.“*

Hinter dieser Aussage würde sich wohl jedermann versammeln, erst recht in Deutschland, ist doch die deutsche Wirtschaftsstruktur durch mittelständische Unternehmen geprägt, die mit ihrer Unternehmerkultur, permanenter Innovation und Produktverbesserung, und internationaler Ausrichtung die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands tragen.

Wie passt es vor diesem Hintergrund in die Landschaft, dass Kreditfonds in Deutschland in den letzten Jahren eine immer stärkere Rolle einnehmen? Bei der Finanzierung von durch Finanzinvestoren unterstützten Leveraged Buyouts (LBOs) stieg ihr Marktanteil in 2018 auf 48%<sup>1</sup>. Wie kann das sein in dem Land, das doch allgemein als mehr als ausreichend mit Banken versorgt gilt?

Viel spricht dafür, dass der Grund darin zu suchen ist, dass Kreditfonds wertvolle Beiträge zu ebenjener Versorgung der deutschen Wirtschaft mit Fremdkapital in den eingangs genannten Ausprägungen leisten.

Dazu ist eine genauere Betrachtung, wie gut die „althergebrachte“ Versorgung des Mittelstands mit Fremdkapital heute noch den oben genannten Kriterien entspricht, hilfreich.

### **„Versorgung der mittelständischen Volkswirtschaft“**

Es soll hier um die Kreditversorgung mittelständischer Unternehmen gehen, sprich Firmen mit Umsätzen bis zu ca. € 500 Mio. Diese ist in Deutschland seit jeher durch Banken geprägt, nicht zuletzt, weil vielen dieser Unternehmen, insbesondere solchen mit Umsätzen bis zu €250 Mio., der Zugang zum Kapitalmarkt entweder verwehrt oder nur eingeschränkt möglich ist. Insofern ist für die Bedeutung von Kreditfonds in diesem Segment entscheidend, ob und wie Sie die Kreditversorgung im Vergleich zum Status Quo verbessern.

### **„Ausreichend“**

Deutschland ist das Land mit der größten Bankendichte in Europa. Neben den deutschen Instituten buhlt eine Vielzahl internationaler Adressen darum, dem begehrten, weil erfolgreichen und soliden deutschen Mittelstand Kredit geben „zu dürfen“. Wie kann die Kreditversorgung da nicht ausreichend sein? Nun, wer an der Versorgung nicht nur aktuell, sondern auch langfristig interessiert ist, muss die Frage stellen, ob Banken ihr Kreditgeschäft auskömmlich, sprich profitabel gestalten können. Tun sie das nicht, kann dies langfristig nicht tragbar sein. Es ist allgemein bekannt, dass deutsche Banken im Firmenkreditgeschäft die Kapitalkosten nicht verdienen. Diese Situation verschärft sich seit Jahren durch die immer höheren regulatorischen Anforderungen an die Kapitalunterlegung. Intern rechnen sich die Banken diese Welt mit postulierten Zusatzerträgen aus

---

<sup>1</sup> Quelle: GCA Altium Mid-Market Monitor, Juli 2018

Geschäft, das nicht oder nur in geringem Umfang mit Eigenkapital zu unterlegen ist (z.B. Zahlungsverkehr, Beratungsgeschäft, Zins- und Währungssicherung) schön, die einer kritischen Betrachtung nicht standhalten, da eben zu viele Wettbewerber um den gleichen Kuchen (das berühmte „Wallet“) balgen. Selbst im historisch auskömmlichen Geschäft mit der Finanzierung von LBOs müssen die Protagonisten in den Banken heutzutage im Rahmen der Kreditgenehmigung mit derartigen Zusatzerträgen argumentieren, eine Not, in der der Autor in 18 Jahren Buyout-Finanzierung in Banken bis 2013 nie geriet.

Eine Prognose, wie lange dies noch so geht, will ich an dieser Stelle nicht wagen. Aber eins ist klar: die Kreditvergabe durch Kreditfonds ist ausschließlich durch die Erzielung einer risikoadäquaten Rendite getrieben, die auch nicht mit Erträgen aus anderen Geschäften „schöngerechnet“ werden kann. Solange diese Maxime befolgt wird, werden Kapitalsammelstellen Kreditfonds Mittel zur Verfügung stellen. Das Kreditangebot von Kreditfonds ist insofern langfristig berechenbar und verlässlich.

### **„Langfristig“**

Unternehmen, die wachsen wollen, müssen auf Basis einer genauen Analyse ihrer eigenen Fähigkeiten und ihres Marktumfelds Annahmen über langfristige Entwicklungen treffen und eine unternehmerische Einschätzung zum Erfolg einer Wachstumsinvestition vornehmen. Das ist schwierig genug. Soll dies gelingen, brauchen Unternehmer Planungssicherheit bei der Finanzierung und zudem eine Finanzierungsstruktur, die es dem Unternehmen ermöglicht, den erwirtschafteten operativen Cash-Flow für mehrere Jahre in die Wachstumsprojekte zu investieren.

Banken gehen in der Unternehmensfinanzierung selten über Laufzeiten von 5 Jahren hinaus und erwarten zudem laufende Tilgungen. Ganz allgemein muss man feststellen, dass Banken heutzutage ob ihrer hohen Abhängigkeit von kurzfristigen Refinanzierungsmitteln schlicht ungeeignet sind, langfristige Kredite effizient zu refinanzieren. Die Geldgeber von Kreditfonds sind oft, und bei Pemberton zum allergrößten Teil, große Versicherungen und Pensionskassen, die langfristige Verbindlichkeiten haben und daher problemlos langfristige Kredite refinanzieren können, von denen sie innerhalb der Laufzeit auch nur die laufende Bedienung der Zinsen erwarten. Kreditfonds können daher endfällige Kredite mit Laufzeiten von 7 Jahren und mehr bereitstellen, die dem Unternehmer den benötigten Planungshorizont erschließen.

### **„Flexibel“**

Wachstum spielt sich im Unternehmen zu einem guten Teil organisch ab, indem neue Produkte entwickelt, neue Kunden gewonnen oder neue geographische Märkte mit eigenen Kräften erschlossen werden. Dies ist einigermaßen gut planbar. Oft will der Unternehmer aber das Wachstum anorganisch gestalten, weil ein Markt sich so besser erschließen lässt, das Produktprogramm schneller erweitert werden kann, eine Vor- oder Rückwärtsintegration in andere Bereiche der Wertschöpfungskette angestrebt wird, oder der eigene Markt über die Akquisition von Wettbewerbern konsolidiert werden soll. Langfristigkeit der Finanzierung alleine ist in solchen Konstellationen nicht genug; es tritt hier zusätzliche Komplexität auf, weil die Verfügbarkeit und Umsetzung entsprechender Akquisitionen und damit Umfang und Zeitpunkt des Finanzierungsbedarfs unsicher sind, der Unternehmer aber andererseits die notwendige Fremdfinanzierung verfügbar haben muss, wenn sich die Akquisitionsoportunität kristallisiert.

Die Lösung: fest zugesagte, kurzfristig abrufbare Akquisitionsfazilitäten. Dies erfordert die eingehende Beschäftigung des Finanzierers mit Aufstellung und Strategie des Unternehmens und der Fähigkeit der Unternehmensführung, eine Akquisitionsstrategie erfolgreich umzusetzen. Denn sind die Rahmenbedingungen für die Akquisitionsfazität einmal definiert und werden sie im konkreten Übernahmefall auch eingehalten, so kann die Fazität gezogen werden, ohne dass es der erneuten Zustimmung des Kreditgebers bedürfte. Banken tun sich mit derart weitgehenden Spielräumen mitunter schwer, da sie kulturell darauf ausgerichtet sind, die Analyse eines Kredits auf die sich in Jahresabschlüssen dokumentierte, tatsächliche Geschäftstätigkeit zu konzentrieren. Diese Vergangenheit ist auch bei Pemberton ein zentraler Bestandteil der Analyse. Allerdings sind wir ebenso aufgeschlossen, einem entsprechend qualifizierten Management-Team, das auf Basis klar umrissener Marktpotentiale einen überzeugenden Business Plan für eine Akquisitionsstrategie vorlegt, die finanzielle Unterstützung zur Verfügung zu stellen. Wir agieren an dieser Stelle als unternehmerisch geprägter und denkender Finanzierungspartner.

Auch in anderen Situationen kann ein flexibel operierender Finanzierungspartner nicht nur der Schlüssel für unternehmerischen Erfolg, sondern auch für einen Beitrag zur Lösung volkswirtschaftlicher Probleme sein. Beispiele dafür finden sich insbesondere, wenn ein Unternehmen, oder gar ein ganzer volkswirtschaftlicher Sektor, sich aus einer schwierigen Periode herausarbeitet. Gerade hier steht der tendenziell rückwärtsgewandte Blick des Bankensektors mitunter sinnvollen Unternehmensneuausrichtungen im Wege.

Dies sei an einem Beispielfall, intern „Project Tiny“ genannt, aufgezeigt, den Pemberton aus seiner Strategic Credit Opportunities-Strategie (SCOF) heraus begleitet hat. Während Pemberton sich mit seiner Kernstrategie „European Mid-Market Debt“ auf die Bereitstellung von erstrangig besicherten Krediten, sog. „Senior Loans“ an Wachstumsunternehmen im B/B+-Ratingsegment konzentriert, setzt SCOF zwei Schwerpunkte:

- a) Senior Loans für Unternehmen, die ein komplexeres Kreditprofil aufweisen bzw. sich aus einer Restrukturierungsphase herausgearbeitet haben;
- b) nachrangige Kredite für stark wachsende und erfolgreiche Unternehmen, die ihren Fremdfinanzierungsgrad über das Maß hinaus erhöhen wollen, das im Rahmen von erstrangigen Krediten zur Verfügung gestellt werden kann.

In beiden Konstellationen wird dem erhöhten Risikogehalt der Finanzierungen über entsprechend erhöhte Risikoprämien entsprochen.

Bei Project Tiny unterstützten wir einen europäischen Anbieter von Kinderbetreuung. Infolge der Nachwirkungen der Finanzmarktkrise hatte es in dem betroffenen Markt eine massive, durch fiskalische Konsolidierungsbemühungen motivierte Kürzung der Förderung der Kinderbetreuung gegeben, die sich als massiver Schock für den ganzen Sektor erweisen sollte und zur Insolvenz mehrerer Hundert Anbieter führte. Dieses Schicksal traf auch den Vorgänger unseres Kreditnehmers, der zu den führenden Anbietern im Markt gehört hatte. Der Finanzinvestor erkannte die Chance, ein Nukleus-Unternehmen zu erwerben, das nach wie vor in der Lage war, exzellente Kinderbetreuung anzubieten, und über Akquisitionen erneut einen marktführenden Spieler zu formen. Allerdings waren die hiesigen Banken nicht bereit, dem Sektor mit neuen Kreditmitteln zur

Verfügung zu stehen, da sie im Zuge der Krise hohe Abschreibungen auf ihre Engagements hatten hinnehmen müssen. Wir stellten der Firma eine Finanzierung, und insbesondere eine Akquisitionsfazilität für die Umsetzung der Buy&Build-Strategie zur Verfügung. Viel wichtiger als das war aber in diesem Fall unsere Flexibilität, zu erkennen, dass die Unternehmenskrise durch exogene Faktoren ausgelöst wurde und dass ein Wiederauftreten einer ähnlichen Konstellation unter volkswirtschaftlichen Erwägungen für viele Jahre als sehr unwahrscheinlich anzusehen ist. Wir sind überzeugt, dass wir mit dieser Finanzierung nicht nur eine für unsere Investoren interessante Risikoprämie erwirtschaften werden, sondern auch einen Beitrag zur Gesundung des Sektors und der ausreichenden Versorgung mit Kinderbetreuungskapazitäten leisten.

Es wird an dieser Stelle sehr deutlich, dass die Fähigkeit von Kreditfonds, Finanzierungsbausteine aus unterschiedlichen Bereichen der Kapitalstruktur bereitzustellen - von erstrangig besicherten Finanzierungen über Mezzanine bis hin zu Finanzierungen, die nahe am Eigenkapitalrisiko sind – eine volkswirtschaftliche Dimension aufweist, da Banken diese Bandbreite nicht mehr abdecken können. Dies liegt im Übrigen nicht nur an den Beschränkungen, die ihnen die Regulierung heutzutage auferlegt, sondern ist direkte Folge daraus, dass die Mittel, die Banken noch anvertraut werden, weder die Fristigkeit, noch die Risikotoleranz aufweisen, um derartige Finanzierungsbausteine in risikoadäquater Weise darzustellen. Kreditfonds hingegen werben diese Mittel bei Kapitalsammelstellen ein, die sowohl über langfristiges Kapital verfügen, als auch Bedarf haben, ihre Anlagemittel in Assetklassen verschiedener Risikointensität und mit den entsprechend gespreizten Renditeerwartungen zu investieren.

### **„Adäquat gepreist“**

Was ist der korrekte Preis, und damit die adäquate Risikoprämie, für einen Kredit. Dies hängt von verschiedenen Faktoren ab. Im Mittelpunkt steht zunächst die Einschätzung der Kreditwürdigkeit eines Kreditnehmers, seines Kreditratings. Pemberton verwendet dazu ein qualitativ hochwertiges Ratingsystem, das in dieser Form nur von großen internationalen Banken verwendet wird und von der Bankenaufsicht als „Advanced“ klassifiziert wird. Es zeichnet sich dadurch aus, dass es die Kreditklasse anhand von 17 Kriterien einschätzt, die sich aus quantitativen Faktoren (z.B. Höhe des Leverage, wie cash-generativ ist das Geschäftsmodell?), qualitativen Faktoren (z.B. Güte des Managements, Marktposition, Budgettreue) und Umweltfaktoren (z.B. Sektoreinschätzung, in welchen Geographien ist das Unternehmen aktiv?) zusammensetzt. Daneben sollten die folgenden Kriterien einen Einfluss auf die Risikoprämie haben:

- Handelt es sich um einen erstrangigen oder nachrangigen Kredit?
- Ist der Kredit besichert?
- Hat der Kreditgeber den ersten Zugriff auf die Sicherheitenerlöse oder gibt es vorrangig besicherte Gläubiger?
- Wie streng ist die Kreditdokumentation ausgestaltet? Hier ist insbesondere wichtig, ob der Kreditgeber durch Financial Covenants, die den Kreditnehmer zur Einhaltung bestimmter Finanzrelationen verpflichten, geschützt ist.
- Welche sonstigen Spielräume räumt die Kreditdokumentation dem Kreditnehmer ein? Hier sind die o.g. fest zugesagten Fazilitäten zur Finanzierung von Akquisitionen oder auch Capex-Projekten zu nennen, aber es gibt viele weitere Bereiche, in denen eine Kreditdokumentation enger oder

weiter gestaltet sein kann, z.B. mit Blick auf die Aufnahme weiterer Verschuldung, die Einräumung von Sicherheitsansprüchen an Vermögenswerten des Unternehmens für Dritte, oder die Verpflichtung zur vorzeitigen Kreditrückzahlung aus den Erlösen des Verkaufs von Vermögensgegenständen bzw. dem überschüssigen Cash Flow des Kreditnehmers.

Kreditfonds werden all diese Kriterien bei der Bemessung der Risikoprämie einfließen lassen. Es gibt aber ein zentrales Regulativ, dem Kreditfonds dabei unterworfen sind: die Renditeerwartung ihrer Investoren. Große Kapitalsammelstellen verteilen ihre Mittel über die verschiedensten Assetklassen, um ihre Anlagen breit diversifiziert zu gestalten. Dabei ist es ihre Kernaufgabe, den „Relative Value“ einer Anlage einzuschätzen, letztlich also eine Einschätzung darüber zu treffen, ob die zu erwartende Rendite aus einer Anlage in einem adäquaten Verhältnis zu ihrer Risikointensität steht. Für die Anlage in erstrangig besicherte Finanzierungen an Unternehmen im Ratingbereich B/B+ liegt die Bruttorenditeerwartung aktuell zwischen 6 und 8% p.a. Für den Kreditnehmer bedeutet dies laufende Zinskosten von 5 und 7% p.a. zuzüglich einmaliger Kosten zu Finanzierungsbeginn von c. 3% der Kreditsumme.

Banken hingegen geben sich aktuell bei vergleichbaren Finanzierungen mit c. 4% Rendite zufrieden. Hier ist relativierend anzumerken, dass Banken meist mit etwas geringerem Leverage operieren und eben kürzere Laufzeiten und laufende Tilgungen vorsehen. Dennoch verbleibt eine Unwucht.

Wer preist nun risikoadäquat? Eins ist klar: ein Kreditfonds, der versuchte, Gelder für einen Fonds einzuwerben, der in langfristige Kredite an B/B+-geratete Unternehmen investiert und dabei eine Bruttorendite von rund 4% p.a. in Aussicht stellte, würde nicht einen Cent bekommen!

### **Kreditfonds und Banken können sich ergänzen**

Die Zwischenbilanz aus den obigen Betrachtungen mit Blick auf den Beitrag von Kreditfonds zur Bereitstellung von Finanzierungen mittelständischer Unternehmen ist:

- dass Kreditfonds eine nachhaltige, verlässliche Finanzierungsquelle darstellen;
- sie Unternehmen einen längerfristigen Planungshorizont für Wachstumsprojekte bieten;
- sie in der Gestaltung der Kreditbedingungen flexibler sind;
- sie ihre Risikoprämien an den Anforderungen professioneller institutioneller Investoren ausrichten

Für die Versorgung der Wirtschaft mit Finanzierungsmitteln ist dies aus unserer Sicht der nachhaltigere Ansatz.<sup>2</sup>

Dennoch können Banken und Kreditfonds sinnvoll miteinander kooperieren, wenn sie ihre jeweiligen Stärken einbringen. Pemberton verfolgt seit jeher eine Politik, sich Banken als Partner anzubieten und die damit verbundenen Vorteile für die Bank zu unterstreichen. Diese liegen insbesondere in der

---

<sup>2</sup> Als Beleg, dass sich dies auch in der Praxis in Deutschland wiederfindet, sei angeführt, dass Pemberton zum eingangs aufgezeigten Wachstum von Kreditfondsfinanzierungen durch neun deutsche Transaktionen in den letzten 12 Monaten beigetragen hat und damit einer der führenden hiesigen Anbieter ist.

Chance, den Kreditbedarf von Bankkunden durch die Kombination der Finanzierungskapazität von Bank und Kreditfonds in flexiblerer Art und Weise und insbesondere ohne die Hinzunahme dritter Bankpartner vollständig darzustellen. Die Bank würde sich so nicht nur eine dauerhafte Rolle in der Finanzierung des Kunden sichern, sondern könnte auch das eingangs erwähnte sonstige „Tagesgeschäft“ mit der Firma weitgehend auf sich vereinen. Ebenso kann die Fähigkeit von Kreditfonds, auch risikointensivere Senior-Finanzierungen sowie Nachrangfinanzierungen darzustellen, zum Nutzen der Bank eingesetzt werden, z.B., um einen in schwierigeres Fahrwasser geratenen Firmenkunden, zu dem die Bank stets eine profitable Beziehung unterhielt, mithilfe von höherverzinslichen und/oder nachrangigen Darlehen wieder in Risikokategorien zu bringen, in denen die Bank die Geschäftsbeziehung wieder mit eigenen Mitteln begleiten kann.

Dass die Zusammenarbeit sehr gut funktionieren kann, zeigt eine weitere kürzliche Transaktion, bei der es um die Finanzierung eines Produzenten von Nahrungsmitteln ging, der sehr profitabel operiert und solide wächst, aber in erster Linie an einige der großen Supermarktketten liefert und daher hohe Kundenabhängigkeiten aufweist. Unsere Due Diligence ergab, dass diese Abhängigkeit letztlich gegenseitig ist, da unser Kreditnehmer der zentrale Lieferant der entsprechenden Ketten für eine sehr wichtige Produktkategorie ist. Die angesprochene Bank fühlte sich dennoch nicht wohl, das Unternehmen mit dem gewünschten Finanzierungsvolumen auszustatten. Sie signalisierte aber Bereitschaft, einen Teil der Finanzierung gegen die Besicherung durch bestimmte, von der Bank als besonders werthaltig angesehene Vermögensgegenstände darzustellen. Wir strukturierten daher eine Lösung, bei der die Bank ebenjene Assets als erstrangige Sicherheit bekam, und Pemberton erstrangige Sicherheiten über alle anderen Vermögensgegenstände erhielt. Die Bank konnte auf dieser guten Besicherungsbasis ihren Teil der Finanzierung besonders günstig anbieten, während Pemberton für seinen Teil eine entsprechend höhere Risikoprämie vereinbarte. Die Bank alleine hätte die Finanzierung nicht angeboten. Pemberton hätte dies zwar getan, aber zu deutlich höheren als den gewichteten Finanzierungskosten aus beiden Teilelementen. Eine klassische Win-Win-Situation.

Welche Rolle Banken künftig einnehmen werden, wird stark davon abhängen, welche Schlüsse sie selbst aus dem wachsenden Druck auf die Profitabilität ihres Geschäfts ziehen und ob sich die Steuerungskräfte, die nach einer Verbesserung der Profitabilität des Kreditgeschäfts rufen, durchsetzen. Wenn sich die Banken entschließen könnten, sich den Relative-Value-getriebenen Risikoprämien, wie sie im Kreditfondsmarkt an der Tagesordnung sind, anzuschließen, wäre viel für die Nachhaltigkeit der Kreditversorgung in Deutschland getan und zudem ein Beitrag zur Gesundung der Banken geleistet. Es steht aber zu befürchten, dass es den Banken nicht leichtfallen wird, sich aus dem Gefangenendilemma – erhöhe ich den Preis, macht die Konkurrenzbank das Geschäft – zu befreien.

Unser Angebot zur Kooperation steht.

**Press Release disclaimer:**

**Note to Editors:**

All information is at 03 August 2018 unless otherwise noted.

**About Pemberton Asset Management**

Pemberton Asset Management Holdings Limited ("Pemberton") is an independent alternative asset management group providing finance to the European mid-market sector. Pemberton uniquely blends asset management and banking expertise and offers mid-market companies in the UK and Europe an alternative to bank finance. With banks increasingly retreating from new corporate lending and exiting existing loans, access to financing for thousands of Europe's mid-market companies has become severely restricted. For more information, please visit our website at [www.pembertonam.com](http://www.pembertonam.com).

**Disclaimer:**

The above article is for information purposes only and it should not be regarded as an offer or solicitation of an offer. We do not represent that this information, including any third party information, is accurate or complete and it should not be relied upon as such. Investing entails risks, including possible loss of principal. Past performance is not indicative of future results. The information contained in this article is given at the date of this publication (unless otherwise marked) and is subject to updating, revision and amendment.

The opinions expressed reflect the opinion of Jürgen Breuer and are subject to change without notice.

**This document has been prepared and issued by Pemberton Capital Advisors LLP. Pemberton Capital Advisors LLP is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA") and entered on the FCA Register with the firm reference number 561640 and is registered in England and Wales at 42-44 Grosvenor Gardens, London, SW1W 0EB, United Kingdom. Tel: +44(0) 207 993 9300. [www.pembertonam.com](http://www.pembertonam.com)**

Pemberton is a registered trademark. © 2018 Pemberton.