

Private Credit

„Neue Dimension des Financial Engineering“

Die Kreditvergabe durch Fonds wird heftig debattiert. Der Chef der Deutschen Credit erklärt, wie er Chancen und Risiken sieht.

Frank Wiebe Frankfurt

Pprivate Credit (PC), die Kreditvergabe durch Fonds statt von Banken, hat zuletzt kontroverse Diskussionen ausgelöst. Schon vor gut einem Jahr warnte die Europäische Zentralbank (EZB) vor möglichen Risiken in dem Bereich. Der entscheidende Punkt: Zum Teil vergeben die spezialisierten PC-Fonds – auch Private-Debt-Fonds genannt – Kredite, die Banken wegen ihrer strengen Auflagen nicht in den Büchern haben wollen oder können.

Zugleich refinanzieren sich aber diese Fonds zum Teil über Banken, so dass ihre Risiken doch wieder im traditionellen Finanzsystem landen. Im Oktober kritisierte auch die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in Basel die fehlende Transparenz bei Private Credit und äußerte Zweifel an den Bonitätsnoten einiger Ratingagenturen für diese Investments.

Für Stirnrunzeln sorgte zuletzt, dass Private-Credit-Fonds massiv in das milliardenschwere Geschäft mit Rechenzentren, das vom Thema Künstliche Intelligenz (KI) getrieben wird, eingestiegen sind. Damit sind sie indirekt Teil einer KI-Blase, also eines von übertriebenem Optimismus getragenen Trends. In dem Zusammenhang sorgt es für spürbare Nervosität, dass in den USA der große Private-

Credit-Fonds Blue Owl einen Rückzieher bei der rund zehn Milliarden Dollar schweren Finanzierung eines Rechenzentrums für den IT-Anbieter Oracle gemacht hat. Das Risiko war den Experten dort wohl doch groß.

Einen anderen Blickwinkel hat der erfahrene Banker Nicolaus Loos. Der Gründer und Chef der Private-Credit-Gesellschaft Deutsche Credit erklärt im Gespräch mit dem Handelsblatt, wo er trotz der Risiken Chancen auf zweistellige Renditen im Jahr erkennt. „Wir erleben eine neue Dimension des ‚financial engineering‘“, beschreibt er die Verflechtungen zwischen Private Credit, Private Equity (PE), also Beteiligungsfonds, und dem traditionellen Finanzsystem, die zum Teil zu komplizierten Strukturen führen. Aber der Branchenexperte sieht darin vor allem Chancen: „Viele Finanzierungsarten, die momentan in der Kritik stehen, sind seit Jahren am Markt“, sagt er. Seine These: Private Credit stößt in aussichtsreiche Lücken, die andere Anbieter offenlassen.

Viele Finanzierungsarten, die momentan in der Kritik stehen, sind seit Jahren am Markt.

Nicolaus Loos
Deutsche Credit



Obwohl die Finanzierung von Rechenzentren nicht zum Geschäft seiner Gesellschaft gehört, hat sich Loos aus seiner Branchenkenntnis heraus dazu eine Meinung gebildet. „Es ist zu beachten, dass die auftraggebenden Kunden oft sehr große, zahlungskräftige US-Tech-Unternehmen sind“, sagt er. „Das gibt eine gewisse Sicherheit und langfristige Planbarkeit auf der Abnahmeseite“, so Loos. Gemeint sind Konzerne wie Alphabet, Amazon und Microsoft.

Die Deutsche Credit selbst macht indes vor allem mit dem deutschen

Mittelstand Geschäfte. Loos kennt den Bereich schon lange: 2009 bis 2018 arbeitete der Banker in leitender Funktion bei der Mittelstandsbank IKB in Düsseldorf.

Weil sich nach seiner Einschätzung mittlerweile Finanzierungen mit Laufzeiten von drei bis fünf Jahren und darüber für Banken immer weniger lohnen, sieht er in dem Bereich große Chancen für die spezialisierten PC-Fonds. Ähnlich schätzt er auch den Bereich der Kredite an Firmen ohne Investment-Grade-Bonität, also mit schwächeren Geschäftszahlen, ein.

Das Problem der Banken: Sie müssen höhere Risiken mit mehr Eigenkapital hinterlegen, damit ihre Bilanzen mögliche Verluste auffangen können. Private-Credit-Firmen haben dieses Problem nicht, weil sie Gewinne und Verluste nicht in ihre Bilanz nehmen, sondern über ihre Fonds direkt an die Investoren, also die Käufer der Fonds, weitergeben.

Private Credit unkomplizierter als Anleihen

Eine Alternative zu Bankkrediten und Private Credit sind für Firmen grundsätzlich Emissionen von Anleihen. Aber Loos sagt: „Eine Anleihe-Emission lohnt sich meist nicht für kleinere mittelständische Unternehmen, die bestimmte Umsatz-, Profitabilitäts- oder Volumengrößen bei Kapitalmarktmissionen nicht erreichen können.“

Außerdem müssten in der Regel zwei Ratings von namhaften Agenturen für eine Emission organisiert und bezahlt werden. Daher seien Private-Credit-Finanzierungen – „private“ steht für „nicht an der Börse notiert“ – unkomplizierter als die Ausgabe von Anleihen, die dann über die Börse gehandelt werden.

Zum „Financial Engineering“ gehört auch, Private-Credit-Fonds zu hebeln, also zum Teil über Schulden zu finanzieren. Das erhöht die Rendite für die Investoren, aber auch ihr Risiko.

Institutionelle Anleger wie Versicherer und Pensionsfonds investieren wegen strenger Risikoaufgaben in der Regel in ungehebelte Fonds, ist die Erfahrung von Loos. Für vermögende Kunden aus dem Private Wealth Management von Banken oder von Family Offices sowie für manche internationale Investoren seien gehebelte Fonds dagegen häufig attraktiv, sagt der PC-Experte – und zwar auch als Alternative zu Private Equity.

Loos sagt: „Europäische Fondsmanager beginnen, für internationale Investoren oder auch heimische Multi- und Single-Family-Offices über gehebelte Private-Credit-Strategien nachzudenken. In der Regel legen sie dafür separate Teilfonds auf, zusätzlich zu den herkömmlichen institutionellen Teilfonds ohne Hebel.“ Diese Strukturen seien in anderen Ländern, vor allem den USA, wegen der dort geringeren Auflagen der Finanzaufsichter, ohnehin schon verbreitet.

Interessenkonflikte mit Private Equity vermeiden

Der Private-Credit-Manager rechnet vor: „Wenn der durchschnittliche Private-Equity-Fonds nur noch etwa jährlich 15 Prozent Nettorendite oder weniger über die gesamte Laufzeit bringt und Private Debt mit einem Hebel von 25 oder 50 Prozent Fremdkapital ebenfalls im Bereich zwischen zehn und 15 Prozent Nettorendite auf Basis erstrangiger Darlehen landen kann, dann ist Private Equity vom Rendite-Risiko-Verhältnis her nicht unbedingt die bessere Lösung.“ Bei einem Investment in PE ist das Anlagerisiko in der Regel deutlich höher als in PC: Im Fall einer Firmenpleite haben Eigenkapitalgeber die geringsten Chancen, ihr Geld zurückzubekommen.

Außerdem preist Loos die „Stabilität von Private Debt mit regulären und gut planbaren Auszahlungen“ als Vorteil gegenüber PE-Fonds an. Loos nennt jedoch, obwohl er generell die Angst vor komplizierten Strukturen für übertrieben hält, auch einen kritischen Punkt: Die Kombination einer PE- mit einer PC-Finanzierung durch denselben Anbieter, direkt oder durch irgendeine Verschachtelung, ist aus seiner Sicht keine gute Idee. Denn dadurch könnte es zu internen Interessenkonflikten kommen. Der PC-Fonds brauche in erster Linie Sicherheit, der PE-Fonds Rendite, und beide müssten sich ihren Investoren gegenüber rechtfertigen, erklärt er.

Zu Konflikten kann es aber auch innerhalb der Gruppe der Kreditgeber kommen. Eine schwierige Konstellation ist etwa der Einstieg eines neuen Kreditgebers, wenn diesem Vorrang vor den bereits bestehenden Gläubigern gegeben wird – der neue Gläubiger also bei Zahlungsschwierigkeiten vor den anderen sein Geld zurück bekäme. Loos sagt: „Es kann durchaus vorkommen, dass neue Kreditgeber ganz oben in die Rangordnung der Gläubiger einsteigen. Das müssen die anderen Gläubiger aber generell genehmigen.“ Was auf den ersten Blick nicht vorteilhaft aussieht, kann nach seiner Erfahrung jedoch durchaus im Interesse der bestehenden Gläubiger sein. Dies insbesondere, wenn es ansonsten einen Liquiditätsmangel gäbe beziehungsweise die Durchfinanzierung nicht gewährleistet wäre, sagt er.

Fazit aus Sicht der Investoren: Der Bereich Private Credit kann spannende Perspektiven bieten. Wichtig ist aber, die jeweilige Struktur und die damit verbundenen Risiken sorgfältig zu analysieren.

Deutsche Credit