
Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	1
1.1	Ausgangssituation und Problemstellung	1
1.2	Zielsetzung und Forschungsfragen	5
1.3	Methodik	6
1.4	Aufbau der Arbeit	7
2	Definition und Charakteristika von Private Debt Fonds	11
2.1	Struktur und Aufbau von Private Debt Fonds	11
2.1.1	Begriffliche Grundlagen Privater Kreditfonds	12
2.1.1.1	Bezugsrahmen des Fondsgeschäfts und involvierte Parteien	15
2.1.1.2	Special Limited Partnership-Struktur	16
2.1.2	Finanzierungsnachfrageanlässe für Private Debt Fonds-Finanzierungen	17
2.1.2.1	Early Stage Financing Phase	19
2.1.2.2	Wachstums- und Expansionsphase	19
2.1.2.3	Reifephase	20
2.1.3	Sponsored vs. non-sponsored Lending	20
2.1.4	Begriffliche Grundlagen bezüglich der Kreditanalyseverfahren und Due Diligence	21
2.1.5	Begriffliche Grundlagen Stärken- und Schwächenanalyse	26
2.1.6	Definition und Ausprägung der unterschiedlichen Finanzierungsstrategien bzw. Kreditarten	27

2.1.6.1	Charakteristika und Formen der Kreditfinanzierung	27
2.1.6.2	Mezzanine-Finanzierungen	33
2.1.6.3	Akquisitionsfinanzierungen	37
2.1.7	Begriffliche Grundlagen des Direct Lending	40
2.1.8	Begriffliche Grundlagen des Distressed Debt	43
2.1.9	Begriffliche Grundlagen Special Situations oder Opportunistic Credit-Strategien	44
2.1.10	Begriffliche Grundlagen zu Liquid Credit	45
2.1.11	Mezzanine-Fonds	45
2.1.12	Venture Debt Fonds	46
2.1.13	Infrastruktur und Immobilienfonds	46
2.1.14	Dachfonds	47
2.1.15	Collateralized Loan Obligation (CLO)	47
2.2	Darstellung und Hintergründe zu den Entwicklungen des Marktes für Private Debt Fonds	48
2.2.1	Rechtliche und regulatorische Rahmenbedingungen	49
2.2.1.1	Entwicklungen der rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen in Deutschland	49
2.2.1.2	Kreditvergabe durch Fonds	54
2.2.1.3	Originäre Darlehensgewährung durch geschlossene Spezial-AIF	58
2.2.1.4	Struktur eines Master-KVG-Modells	60
2.2.1.5	Struktur von Master-Feeder Fonds	66
2.2.1.6	Das Fondsstandortgesetz	67
2.2.2	Regulatorische Rahmenbedingungen außerhalb Deutschlands	68
2.2.2.1	Regulierte Fondsvehikel in Luxemburg	68
2.2.2.2	Unregulierte Fondsvehikel in Luxemburg	70
2.2.2.3	Compartments (Teilfonds)	71
2.2.2.4	Seperately Managed Accounts	72
2.2.2.5	Verbriefungsstrukturen	73
2.2.3	Investorenregulierung in Deutschland und damit verbundene Rückkopplungen	74
2.2.3.1	Versicherungsaufsichtsgesetz und Solvency II	75
2.2.3.2	Die Anlageverordnung	78

2.2.4	Betrachtung des Private Debt Marktes unter Wettbewerbsgesichtspunkten	81
2.2.5	Entwicklung des Fremdfinanzierungsmarktes in Bezug auf Banken und Nichtbanken als Marktakteure	83
2.2.6	Entwicklung des Marktes für Fundraising und Assets under Management	89
2.2.7	Geographische Betrachtung des Private Debt Marktes	96
2.2.8	Private Debt in Deutschland	105
2.2.8.1	Branchen- und industriespezifische Transaktionen	108
2.2.8.2	Schätzung der Marktgröße des deutschen Private Debt-Marktes	109
2.2.9	Entwicklung des Headcount im Direct Lending-Markt	110
2.3	Marktteilnehmer und Marktsegmente	112
3	Theoretische Grundlagen	119
3.1	Informationsökonomische Aspekte der Kreditbeziehung	119
3.1.1	Die Principal-Agent-Problematik und daraus folgende Governance-Aspekte	123
3.1.2	Erkenntnisse und Lösungen bestehender Governance-Problematiken	128
3.1.2.1	Bemessungsgrundlage von Boni-Zahlungen	128
3.1.2.2	Kannibalisierung von Fonds und die Umgehung von Anlagegrundsätzen	128
3.1.2.3	Problematiken beim Einsatz externer Dritter	129
3.1.2.4	Kontrolle der Finanzierungsnehmer zur Minimierung von Principal-Agent-Problematiken	130
3.2	Risiken im Kreditgeschäft	131
3.3	Theorie des Kreditrisikomanagements	134
3.4	Verfahren der Kreditwürdigkeitsprüfung	139
3.4.1	Traditionelle Vorgehensweise	142
3.4.1.1	Wichtige Kriterien aus Gläubigersicht bzw. Ratingkriterien	143

3.4.1.2	Wichtige Kennzahlen in der Kreditwürdigkeitsprüfung	145
3.4.2	Quantitative und empirische Systeme in der Kreditwürdigkeitsprüfung	146
3.4.2.1	Scoringverfahren	146
3.4.2.2	Multivariate Diskriminanzanalyse (MDA)	147
3.4.2.3	Expertensysteme	149
3.4.2.4	Künstliche Neuronale Netze	150
3.4.2.5	Logistische Regression	152
3.4.2.6	Kausalanalytische Modelle	153
3.4.2.6.1	Optionspreismodelle	153
3.4.2.6.2	Cashflow-Simulationsmodelle	154
3.4.2.7	Portfolioorientierte Kreditrisikomodelle	154
3.4.2.8	Kritische Betrachtung der Risikoauffassung verbreiteter Kreditrisikomodelle	156
3.4.3	Einfluss der Aufsicht auf die Kreditwürdigkeitsprüfung	157
3.5	Ermittlung der Kreditkonditionen und die Kostenkalkulation ...	159
3.5.1	Kosten der Kreditvergabe	159
3.5.2	Existenz von Sicherheiten und Covenants	166
3.5.2.1	Covenants und Covenant-Arten	167
3.5.2.2	Covenant Lite- und Covenant Loose-Modelle	172
4	Struktur der empirischen Untersuchung	175
4.1	Methodik zur Messung der Stärken und Schwächen	175
4.1.1	Verwendung der Rendite als Vergleichsmaß für die Stärken-Schwächen-Analyse	179
4.1.2	Verwendung von Kennzahlen für Leistungsstörungen	181
4.2	Datenerhebung und Stichprobenumfang	182
4.2.1	Grundgesamtheit und Datenerhebung	182
4.2.1.1	Erhebungsmethode	183
4.2.1.2	Methoden der qualitativen Inhaltsanalyse	185
4.2.1.3	Erstellung des Fragebogens und der Interview-Leitfragen	187

4.2.1.4	Vorbesprechungen und Pretest des Fragebogens	188
4.2.1.5	Bestimmung der Grundgesamtheit	189
4.2.1.6	Beschreibung der Stichprobe	192
4.2.1.7	Rücklauf, Repräsentativität und Datenauswertung	195
4.2.2	Diskussion der wissenschaftlichen Gütekriterien Objektivität, Reliabilität und Validität	199
5	Gesamtprozessablauf und die Due Diligence in Private Debt Fonds	201
5.1	Wertschöpfungsprozesse in Private Debt Fonds	205
5.1.1	Determinierung der Geschäftsstrategie und der Anlagegrundsätze	207
5.1.1.1	Investmentpolitische Zielsetzungen des Fonds	208
5.1.1.2	Prozess zur Investmentstrategie	210
5.1.2	Investorensuche und Fundraising	211
5.1.3	Dealflow-Sourcing	213
5.1.4	Due Diligence	216
5.1.5	Verhandlung und Bestimmung der Vertragskonditionen	219
5.1.6	Debitoren Monitoring	220
5.1.7	Portfoliomanagement und Risikomanagement	221
5.1.8	Administration und Reporting	222
5.1.9	Kapitaldienst, Tilgungsstruktur und Fondslaufzeiten	223
5.2	Prozess der Kreditwürdigkeitsprüfung	225
5.2.1	Vorscreening der Finanzierungsanfragen	227
5.2.1.1	Initialprüfung der Finanzierungsanfragen	227
5.2.1.2	Kurzprüfung der Finanzierungsanfragen	231
5.2.2	Detailanalyse	237
6	Empirische Befunde der Untersuchung	243
6.1	Zentrale Merkmale der Due Diligence	243
6.1.1	Aufwand der Due Diligence	244
6.1.1.1	Prozessuale Implikationen auf den Due Diligence-Aufwand	245
6.1.1.1.1	Zeitaufwand der Due Diligence	245

	6.1.1.1.2	Einflussfaktoren auf die Geschwindigkeit der Due Diligence	248
	6.1.1.1.3	Qualität des Dealflows und Aussortierungsprozess	251
	6.1.1.2	Produktivität der Due Diligence bzw. Kreditwürdigkeitsprüfung	254
	6.1.1.3	Kosten der Due Diligence	256
6.1.2		Abgrenzung der Due Diligence zwischen Private Debt und Private Equity Fonds	261
6.2		Einflussfaktoren auf die Qualität der Due Diligence	263
6.2.1		Einfluss der Personalstruktur	264
6.2.2		Einfluss der Arbeitsbelastung der Mitarbeiter des Investmentteams	266
6.2.3		Einbindung externer Dritter	267
6.2.4		Ergebnisse zum Einsatz von quantitativen und qualitativen Methoden bei der Kreditwürdigkeitsprüfung	273
6.2.5		Verwendete Kennzahlen in der Kreditwürdigkeitsprüfung	275
	6.2.5.1	EBITDA-Multiple bzw. Leverage als maßgebende Kennzahl	275
	6.2.5.2	Die Bedeutung des Cashflows	277
	6.2.5.3	ARR basierte Finanzierungen als neuer Trend	278
6.2.6		Bedeutung der Managementfähigkeiten des Kreditnehmers	280
6.2.7		Verwendung von Covenants	282
6.2.8		Nutzung von Kreditsicherheiten	284
6.2.9		Der Einfluss von Sponsored Deals	285
6.2.10		Ausgereichte Finanzierungshöhen	290
6.2.11		Einfluss des Wettbewerbs	293
6.2.12		Struktur der Fondsgesellschaft	294
	6.2.12.1	Größe der Fondsgesellschaft	294
	6.2.12.2	Trägerschaft der Fondsgesellschaft	300
	6.2.12.3	Alter der Fonds bzw. Fondsgesellschaft	300
	6.2.12.4	Ausgestaltung und Arbeitsweise des Investment Committee	302

6.2.13	Einfluss der Investoren	304
6.3	Arbeitsweise der Fondsgesellschaften	309
6.3.1	Investmentstrategie: Finanzierungsanlass & Phasenfokus	313
6.3.2	Investmentstrategie: Branchenfokus	316
6.3.3	Kreditarten und Risikoaffinität	322
6.3.4	Add-on-Finanzierungen	326
6.3.5	Tilgungsmodalitäten und Kreditlaufzeiten	328
6.3.5.1	Non-Call und Prepayment Penalty	328
6.3.5.2	Sekundärmarktaktivitäten	331
6.3.6	Ressourcenplanung	332
6.3.7	Nutzung von Syndizierungen und Deal-Strukturierungen	335
6.3.8	Vergütungsstrukturen	337
6.3.8.1	Management Fee	337
6.3.8.2	Ergebnisbeteiligung der Fondsgesellschaften durch Carried Interest-Strukturen	339
6.3.9	Monitoring, Leistungsstörungen und Ausfallquote	342
7	Erfasster Handlungsbedarf und Zwischenfazit	347
7.1	Erkenntnisse, Optimierungspotenziale und Handlungsempfehlungen	347
7.2	Diskussion und Limitation der empirischen Evidenz	358
8	Schlussbetrachtung und Ausblick	363
	Literaturverzeichnis	371