
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 Risikoaffassung 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 | Dealfow-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 |
| 6.1.1.3 | 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 |