

Lucerne University of  
Applied Sciences and Arts

**HOCHSCHULE  
LUZERN**

Wirtschaft  
FH Zentralschweiz



# Unternehmensfinanzierung mit Private Debt in der Schweiz

**Autoren** Prof. Dr. Thomas K. Birrer, Dr. Manuel Bauer, Simon Amrein

[hslu.ch/ifz](http://hslu.ch/ifz)

Im Auftrag von:

 **remaco**

*The art of capital management, since 1947.*



**Schwyzer  
Kantonalbank**

# Inhaltsverzeichnis

<b>Management Summary</b> .....	<b>2</b>
<b>Vorwort</b> .....	<b>4</b>
<b>1 Einleitung und Methodik</b> .....	<b>5</b>
1.1 Ausgangslage und Relevanz .....	5
1.2 Forschungsfrage und -methodik .....	5
1.3 Aufbau der Studie .....	7
<b>2 Grundlagen zu Private Debt</b> .....	<b>8</b>
2.1 Definition Private Debt .....	8
2.2 Untersuchungsgegenstand Private Debt in dieser Studie .....	9
2.3 Investitionsstrategien und -formen in Private Debt .....	10
<b>3 Private Debt Markt im internationalen Kontext</b> .....	<b>13</b>
3.1 Marktübersicht Private Debt .....	13
3.2 Nicht-gesponsorte Transaktionen .....	16
3.3 Marktteilnehmer .....	21
3.4 Investoren .....	22
3.5 Performance .....	23
3.6 Wettbewerb und Kreditkonditionen .....	26
3.7 Entwicklung anderer Formen der Nicht-Banken Finanzierung .....	27
3.8 Fazit .....	30
<b>4 Schweizerischer Bankkreditmarkt und Sicht Geldnehmer</b> .....	<b>32</b>
4.1 Übersicht Schweizer Bankkreditmarkt .....	32
4.2 Finanzierungssituation und Finanzierungsformen .....	33
4.3 Finanzierungsprozess und -bedürfnis .....	35
4.4 Fazit .....	36
<b>5 Private Debt Markt Schweiz</b> .....	<b>38</b>
5.1 Klassifizierungsansatz .....	38
5.2 Marktgrösse .....	39
5.3 Fonds und Vermittler .....	45
5.4 Performance kleiner und mittelgrosser Transaktionen .....	48
5.5 Investoren .....	48
5.6 Entwicklungen anderer Formen der Nicht-Banken Finanzierung .....	51
<b>6 Fazit und Ausblick</b> .....	<b>54</b>
6.1 Fazit und Ausblick zum internationalen Private Debt Markt .....	54
6.2 Fazit und Ausblick zum Private Debt Markt Schweiz .....	56
<b>Interviewverzeichnis</b> .....	<b>59</b>
<b>Bibliographie</b> .....	<b>60</b>
<b>Auftraggeber</b> .....	<b>62</b>
<b>Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ</b> .....	<b>63</b>
<b>Autoren</b> .....	<b>64</b>

## Management Summary

Der Begriff «Private Debt» weckt in jüngster Zeit vermehrt Aufmerksamkeit, sowohl international als auch in der Schweiz. Private Debt kann definiert werden als nicht börsengehandelte, «private» Kreditfinanzierungen von Unternehmen durch Nicht-Banken. Typischerweise werden KMU und kleinere Grossunternehmen finanziert. Jedoch ist Private Debt keinesfalls als eine homogene Anlageklasse zu sehen. Innerhalb von Private Debt gibt es verschiedene Unterkategorien, sowohl was Instrumente zur Kreditvergabe als auch Sub-Assetklassen betrifft.

Die vorliegende Studie untersuchte erstmals systematisch den Stand der Unternehmensfinanzierung mittels Private Debt in der Schweiz. Das Ziel der Untersuchung bestand darin, die momentane Bedeutung und das Potenzial von Private Debt als Instrument der Unternehmensfinanzierung für Schweizer Unternehmen aufzuzeigen. Zur Beantwortung der Forschungsfrage erfolgte nach der Analyse vorhandener Daten, Studien und Marktberichte eine Phase mit qualitativen Interviews mit relevanten Marktakteuren.

Das Wachstum des globalen Private Debt Fonds Marktes in den Jahren 2007 bis Mitte 2018 betrug durchschnittlich 13.4 % p.a. Das aktuell in die Anlageklasse Private Debt Fonds allozierte Kapital wird auf über USD 750 Mrd. geschätzt. Im Jahr 2018 wurden weltweit schätzungsweise mehr als USD 100 Mrd. neues Kapital von Private Debt Fonds aufgenommen. Dieses Wachstum lässt sich erstens unter anderem mit dem starken Wachstum des Private Equity Marktes erklären, da Private Debt insbesondere zur Finanzierung von Private Equity Transaktionen eingesetzt wird. Zweitens haben die Anzahl sowie das Volumen der nicht durch Private Equity-gesponsorten Transaktionen zugenommen. Drittens wird Private Debt vermehrt bei der Finanzierung von Immobilien, Infrastrukturprojekten und Rohstoffen eingesetzt. Auch die Zahl der Investoren hat stark zugenommen. Trotz der beachtlichen Dimensionen stellt Private Debt als Anlageklasse im Vergleich zum gesamten globalen Bankenkredit- und dem Fremdfinanzierungskapitalmarkt aber noch immer eine Nische dar.

Nicht nur der Private Debt Markt wächst stark. Auch andere Formen der privaten Nicht-Bankensektor-Finanzierungen wie CLOs, Leasing, Schuldscheindarlehen, Direktinvestitionen von grossen Pensionskassen und Versicherungen, Crowdfunding / Marketplace Lending sind stark auf dem Vormarsch.

Zur Performance der Anlageklasse Private Debt existieren verschiedene internationale Studien über jeweils verschiedene Zeiträume. Unter Vorbehalt typischer Schwierigkeiten bei der Performancemessung kommen die Studien je nach Subsegment zu historischen Renditen der internationalen Debt Fonds von rund 7-9 % (Direct Lending) bis hin zu fast 12 % (Distressed Debt). Typischerweise besteht ein positiver Zusammenhang zwischen Rendite und Risiko.

Global betrachtet machen die nicht-gesponsorten Transaktionen ungefähr die Hälfte aller Private Debt Transaktionen aus. In Europa ist der Anteil aber mit geschätzten 20-25 % einiges tiefer. Dies hat damit zu tun, dass es einerseits in Europa weniger nicht-gesponsorte Unternehmen gibt, welche einen sehr hohen Leverage beanspruchen wollen. Andererseits ist der europäische Bankenkreditmarkt, nach einer ge-

wissen Kontraktionszeit von 2012 bis Ende 2015, am Wachsen und teilweise bereit, wieder höhere Kreditrisiken einzugehen. Zudem befindet sich das Zinsniveau für Unternehmenskredite in Europa weiterhin in einem historischen Tief.

In der Schweiz sind in letzter Zeit vermehrt Stimmen zu vernehmen, wonach kreditsuchende Unternehmen aufgrund einer (vermeintlich) restriktiveren Kreditvergabe seitens Banken vermehrt alternative Finanzierungsmöglichkeiten prüfen. Gemäss einer Hochschule Luzern/SECO Studie aus dem Jahr 2017 hat sich die Finanzierungsstruktur von KMU in der Schweiz in den letzten Jahren jedoch kaum verändert. Rund zwei Drittel der Unternehmen finanzieren sich ausschliesslich mit Eigenkapital, nur etwas mehr als ein Drittel nutzt auch Fremdkapital.

Zur Abschätzung der Marktgrösse von Private Debt in der Schweiz existieren keine verlässlichen Daten. Auf Basis der im Rahmen dieser Untersuchung geführten Interviews und Schätzungen der Autoren beträgt das bestehende Schweizer Private Debt Marktvolumen in den letzten Jahren durchschnittlich ungefähr CHF 3 Mrd. Wie auch in Europa zu beobachten, sind die durch Private Equity Investoren gesponsorten Schweizer Transaktionen volumenmässig die grössten Kreditnehmer von Private Debt Fonds. Daher ist das ausstehende Volumen starken Schwankungen unterworfen. Die Schwankungen sind abhängig davon, wie viele grosse Unternehmen gleichzeitig in Private Equity Hand sind und/oder durch Private Debt Fonds oder z. B. CLOs finanziert werden.

Der Schweizer Private Equity Markt ist in den letzten drei Jahren mit über 15 % gewachsen. Daher dürfte in den letzten Jahren auch der Private Debt Markt strukturell mit einer ähnlichen Wachstumsrate gewachsen sein. Bei anhaltendem Private Equity Wachstum und weiterhin stattfindenden nicht-gesponsorten Transaktionen wird der Schweizer Private Debt Markt auch zukünftig mit einer zweistelligen Prozentzahl wachsen. Zum Wachstum tragen auch die Aktivitäten im Bereich Crowdfunding/Marketplace Lending bei, auch wenn sich diese in absoluten Zahlen betrachtet noch immer auf einem tiefen Niveau befinden.

Auf Basis der vorliegenden Untersuchung kommen die Autoren zu den folgenden Thesen für die weitere Entwicklung des internationalen und des schweizerischen Private Debt Marktes:

- These 1: Das weltweite Wachstum von Private Debt setzt sich fort.
- These 2: Der intensive Wettbewerb und die hohen Kapitalzuflüsse in Private Debt Fonds werden zu anhaltend tieferen Kreditmargen und guten Konditionen für Kreditnehmer führen.
- These 3: In der Schweiz bleiben die Banken momentan die wichtigsten Kreditgeber für Unternehmen – aber alternative Formen wie Private Debt wachsen und neue Geschäftsmodelle entstehen.
- These 4: Der Private Debt Markt Schweiz wird weiterhin mit zweistelligen Wachstumsraten wachsen, solange das starke Wachstum von Private Equity Transaktionen anhält.
- These 5: Das Interesse der Investoren an Private Debt ist und bleibt gross, obwohl im momentanen Umfeld die Renditen wahrscheinlich etwas tiefer als in der jüngeren Vergangenheit sein werden.
- These 6: Alternative Finanzierungsformen begünstigen eine weitere Desintermediation des Bankenmarktes, aber innovative Banken nützen diesen Trend zu ihrem Vorteil.

## Vorwort

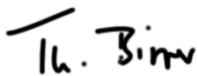
Der Private Debt Markt in der Schweiz wurde bislang noch nicht systematisch untersucht. Es sind nur wenige Informationen bekannt – was bei einem nicht-öffentlichen Markt nicht überraschend ist. So freut es uns sehr, dass die Schwyzer Kantonalbank und das Unternehmen Remaco uns beauftragt haben, erstmals im Rahmen einer systematischen Untersuchung Fakten zur Unternehmensfinanzierung mittels Private Debt in der Schweiz zu schaffen.

Bereits von Beginn weg war klar, dass diese Thematik bei vielen verschiedenen Anspruchsgruppen grosses Interesse wecken wird. Insbesondere für die typischerweise in Finanzierungstransaktionen involvierten Parteien Kreditnehmer, Kreditgeber beziehungsweise Investoren sowie Broker stellt sich die Frage, was nun mögliche Implikationen der festgestellten Marktentwicklungen sind.

Um die entsprechenden Fragen zu beantworten, wurden die wenigen verfügbaren Daten ausgewertet und im Rahmen einer explorativen Vorgehensweise mit vielen Marktteilnehmern in Gesprächen verschiedenste Aspekte diskutiert.

An dieser Stelle danken wir erstens den Auftraggebern Dr. Damian Freitag von der Schwyzer Kantonalbank und Pascal Böni von Remaco. Zweitens gebührt unseren Interviewpartnern, die sich die Zeit genommen haben unsere Fragen zu beantworten, grosser Dank. Drittens danken wir ebenso unseren Kolleginnen und Kollegen am Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ, die uns bei der Erstellung der Studie mit Rat und Tat unterstützt haben. Unser Dank gilt insbesondere Prof. Dr. Andreas Dietrich, Prof. Markus Rupp, Prof. Dr. Karsten Döhnert, Dr. Stefan Kull, Belinda Rohrer, Patrick Hummel, Guido Schmid, Dr. Marius Fuchs und Nicola Louise Illi.

Die Autoren



Prof. Dr. Thomas K. Birrer



Dr. Manuel Bauer



Simon Amrein

# 1 Einleitung und Methodik

## 1.1 Ausgangslage und Relevanz

---

Fremdkapital und der Kreditmarkt im Speziellen haben eine hohe Relevanz für die Entwicklung einer Volkswirtschaft. Es besteht ein grosses öffentliches Interesse an einer funktionierenden Kreditversorgung von Unternehmen. Darüber hinaus kommt der Kreditversorgung eine wichtige Bedeutung für das Wirtschaftswachstum zu.

Banken sind klar die bedeutendsten Geldgeber im schweizerischen Kreditmarkt. Da sie regelmässig Daten wie das ausstehende Kreditvolumen und die durchschnittliche Verzinsung an die Schweizerische Nationalbank (SNB) melden müssen, ist die Datenverfügbarkeit in diesen Bereich relativ hoch. Darüber hinaus existieren Studien wie diejenige der Hochschule Luzern – Wirtschaft und des Staatssekretariats für Wirtschaft (SECO) zur Finanzierung der Schweizer KMU.<sup>1</sup>

Weniger untersucht ist in der Schweiz hingegen der «direkte» Kreditmarkt, also die Kreditvergabe an Unternehmen durch Marktteilnehmer ausserhalb des Bankensektors. Diese Transaktionen finden direkt zwischen Kreditgeber und Kreditnehmer statt. Somit sind die Transaktionen nicht öffentlich und entsprechende Daten zu Volumen und Anzahl sind nicht öffentlich zugänglich.

Dieser allgemein als «Private Debt» bezeichnete Markt hat seit der letzten Finanzkrise an Bedeutung gewonnen. Neue institutionelle Geldgeber wie Pensionskassen, Versicherungen und Family Offices sind – auf der Suche nach höheren Renditen – als Kreditgeber indirekt über Fondsinvestitionen oder teilweise direkt in diesen Markt eingetreten.

Diese Studie untersucht den Stand der Unternehmensfinanzierung mittels Private Debt in der Schweiz. Die Erfassung und Untersuchung des Private Debt Marktes Schweiz ist auch aus volkswirtschaftlicher Sicht von Interesse, um die Kreditversorgung möglichst umfassend messen zu können.

## 1.2 Forschungsfrage und -methodik

---

Basierend auf den vorangehenden Ausführungen zur Relevanz privater Kreditvergaben soll mit dieser Studie die folgende Forschungsfrage beantwortet werden:

Welche momentane Bedeutung und welches Potenzial hat Private Debt als Instrument der Unternehmensfinanzierung in der Schweiz?

---

<sup>1</sup> Hochschule Luzern/SECO, 2017.

Im Folgenden werden die Hauptforschungsfragen (fett) mit den dazugehörigen Unterfragen vorgestellt. Ebenso werden die dazugehörigen Methoden und Arbeitsschritte kurz erläutert.

### **1. Was ist Private Debt?**

Unterfragen:

- Wie lässt sich Private Debt definieren?
- Welche Untersegmente existieren? Was sind die wichtigsten Private Debt Strategien?

Diese Forschungsfragen wurden mittels einer Analyse der wissenschaftlichen und praxisorientierten Literatur aus dem deutsch- und englischsprachigen Raum beantwortet.

### **2. Welche Rolle spielt Private Debt im internationalen Kontext?**

Unterfragen:

- Wie gross ist der internationale Private Debt Markt?
- Warum ist der Private Debt Markt in den letzten Jahren gewachsen? Was waren die Wachstumstreiber?
- Wie war die Performance von Private Debt Fonds?
- Welche Investoren investieren in Private Debt Fonds?
- Welche anderen Formen von Private Debt im weiteren Sinne existieren?

Diese Forschungsfragen wurden mittels einer Analyse der wissenschaftlichen und praxisorientierten Literatur aus dem deutsch- und englischsprachigen Raum beantwortet.

### **3. Welche wichtigsten Entwicklungen haben im Kreditmarkt Schweiz stattgefunden?**

Unterfragen:

- Wie gross ist der Kreditmarkt Schweiz?
- Wie und wann werden Kredite finanziert?
- Wie zufrieden sind KMU mit der Kreditvergabe durch Banken?

Diese Forschungsfragen wurden insbesondere anhand der vorhandenen Studien, Daten der Schweizerischen Nationalbank und mit qualitativen Experteninterviews analysiert.

### **4. Wie lässt sich der Private Debt Markt in der Schweiz charakterisieren?**

Unterfragen:

- In welche Segmente lässt sich der Schweizer Private Debt Markt unterteilen?
- Welche Kreditnehmer gibt es?
- Welches Volumen hat der Private Debt Markt Schweiz?
- Welche anderen Formen von Private Debt im weiteren Sinne existieren?

Diese Forschungsfragen wurden insbesondere mittels einer Analyse vorhandener Daten und Marktberichte von Akteuren im Private Debt Markt sowie mit qualitativen Interviews der Marktteilnehmer beantwortet.

## 5. Was sind die relevanten Fonds und die wichtigsten Vermittler im Private Debt Markt Schweiz?

Unterfragen:

- Welche Fonds, Berater und Vermittler gibt es im Markt?
- Wie lassen sich die Geschäftsmodelle unterscheiden?

Diese Forschungsfragen wurden insbesondere mittels einer Analyse vorhandener Daten und Marktberichte von Akteuren im Private Debt Markt sowie mit qualitativen Interviews mit Marktteilnehmern beantwortet.

## 6. Wer sind die relevanten und potenziellen Investoren in Private Debt in der Schweiz?

Unterfragen:

- Welche Investoren gibt es im Schweizer Private Debt Markt?
- Wie hoch ist die Bereitschaft in Private Debt zu investieren?
- Unter welchen Bedingungen wird die Asset Allokation erhöht oder verringert?

Diese Forschungsfragen wurden mit qualitativen Interviews der Investoren beantwortet. Ein Interviewverzeichnis findet sich im Anhang der Studie.

### 1.3 Aufbau der Studie

---

Einleitend in die Studie wird in Kapitel 2 der Begriff Private Debt im Sinne einer Arbeitsdefinition festgelegt und die typischen Investitionsinstrumente erläutert.

In Kapitel 3 folgen Ausführungen zum Private Debt Markt im internationalen Kontext. Ziel dieses Kapitels ist es, die Hauptcharakteristika des globalen und des europäischen Private Debt Marktes zu identifizieren. Damit soll die Grundlage für einen Vergleich mit dem Schweizerischen Private Debt Markt gelegt werden.

Kapitel 4 ist dem Schweizer Kreditmarkt für Unternehmen gewidmet. Es behandelt die Rolle der Banken und beantwortet insbesondere die Frage, ob die Schweizer KMU ausreichend mit Krediten versorgt werden.

Kapitel 5 behandelt den Private Debt Markt Schweiz. Basierend auf einer von den Autoren vorgeschlagenen Klassifizierung werden die verschiedenen Private Debt Segmente dargestellt und eine Schätzung des Marktvolumens vorgenommen. Zudem werden die wichtigsten Akteure beschrieben.

Die Studie wird schliesslich abgerundet in Kapitel 6 mit der Frage, welches die wichtigsten Trends im Private Debt Markt sind und inwieweit die Substitution des Bankenmarktes durch Private Debt voranschreiten wird.

Diese Studie enthält zudem verschiedene zentrale Definitionen, Praxisbeispiele und Thesen. Diese sind im Text mit separaten, farblich markierten Boxen gekennzeichnet.

## 2 Grundlagen zu Private Debt

### 2.1 Definition Private Debt

Gemeinhin existieren für den Begriff «Private Debt» verschiedene Definitionen. **Im weitesten Sinne** umfasst **Private Debt** jegliche Fremdkapitalfinanzierung von Unternehmen über einen nicht öffentlich gehandelten Markt. Darin eingeschlossen sind daher im weitesten Sinne alle Formen von Bankkrediten, Darlehen durch Nicht-Banken, Schuldscheindarlehen, Spezialfinanzierungen, Konsumkredite, private Immobilienfinanzierungen etc. Im Gegensatz zum öffentlichen Markt sind Private Debt Instrumente typischerweise illiquid. Deshalb beabsichtigt der Geldgeber üblicherweise, das Engagement bis zum Ende der Laufzeit aufrecht zu erhalten. Im Weiteren fehlen meist öffentliche Marktpreise für diese Instrumente.<sup>2</sup>

Häufig wird der Begriff **Private Debt in einem engeren Sinne** verstanden und beschränkt sich – wie auch im Rahmen dieser Studie – auf nicht börsengehandelte, «private» Kreditfinanzierungen von Unternehmen durch Nicht-Banken.

Typischerweise finden Private Debt Finanzierungen bei kleineren und mittelgrossen Unternehmen «KMU» (bis 250 Mitarbeitenden)<sup>3</sup> und bei «kleineren» Grossunternehmen (z. B. im Bereich 250 – 2'500 Mitarbeitende – teilweise auch grösser) statt. Private Debt Finanzierungen werden von «grossen bis sehr grossen» Grossunternehmen (>2'500 Mitarbeiter) nur selten eingesetzt, da sich diese Unternehmen oft über grössere syndizierte Kredite oder am Kapitalmarkt finanzieren können.

Die finanzierten Unternehmen können sowohl im Besitz von Private Equity Fonds sein (sog. «Private Equity-gesponsorte Unternehmen» oder kurz «gesponsorte Transaktionen») als auch im Besitz anderer Inhaber, zum Beispiel im Besitz von privaten Investoren, einer Familie oder an der Börse kotierte Unternehmen (sog. «non-sponsored» resp. «nicht-gesponsorte Transaktionen»).

Ein weiterer Begriff, welcher in diesem Zusammenhang oft unterschiedlich verwendet wird, ist «Direct Lending». In der deutschsprachigen Praxis wird dieser Begriff oft als Synonym von Private Debt verwendet. In der angelsächsischen Praxis wird er aber hauptsächlich als eine Unterkategorie von Private Debt verwendet. Er umfasst meist die Aktivitäten der sogenannten «Direct Lending Fonds», welche grundsätzlich «direkt» in Unternehmen investieren wollen, das heisst nicht in von Banken syndizierte Kredite. Aufgrund der anhaltenden Wichtigkeit der Banken und deren Syndizierungsaktivitäten nehmen diese Fonds in Realität aber teilweise auch an syndizierten Transaktionen teil. Zudem ist der Investitionsfokus dieser

<sup>2</sup> Munday, Hu, True & Zhang, 2018.

<sup>3</sup> Das schweizerische Staatssekretariat für Wirtschaft («SECO») definiert schweizerische KMU als Unternehmen mit weniger als 250 Mitarbeitenden. Ähnlich lautet die Definition der EU (2003/361/EG, Artikel 2): «Die Größenklasse der Kleinunternehmen sowie der kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) setzt sich aus Unternehmen zusammen, die weniger als 250 Personen beschäftigen und die entweder einen Jahresumsatz von höchstens 50 Mio. EUR erzielen oder deren Jahresbilanzsumme sich auf höchstens 43 Mio. EUR beläuft.»

Fonds meist eine Mischung aus erstrangigen gesicherten, sogenannten «Senior Secured», als auch nachrangigen Instrumenten (z. B. sog. «Mezzanine») oder sogenannten «Unitranche» Instrumenten.<sup>4</sup> Umgekehrt investieren Direct Lending Fonds jedoch weder ausschliesslich in Senior Secured Debt noch ausschliesslich in Mezzanine oder notleidende, sogenannte «Distressed», Kredite.

## 2.2 Untersuchungsgegenstand Private Debt in dieser Studie

Für die vorliegende Studie wird der Begriff Private Debt nach weiteren Kriterien gemäss dem morphologischen Kasten in Abbildung 1 eingegrenzt. Die hellblau hinterlegten Ausprägungen stehen im Fokus dieser Untersuchung.

Abb. 1: Morphologischer Kasten zur Abgrenzung des Begriffs «Private Debt Schweiz»

Kriterium	Ausprägung							
Hauptsitz Geldnehmer	Schweiz				International			
Art Geldnehmer	Operative nicht-Finanzunternehmen				Öffentliche Hand		Banken	
Besitzer Geldnehmer	Private Equity (PE-gesponsorte)				Private, Familien, Publikum, Staat, etc. (nicht PE-gesponsorte)			
Zugrunde liegende Vermögenswerte	Unternehmen		Immobilien		Infrastruktur		Rohstoffe	
Hauptsitz Geldgeber	Schweiz				International			
Art Geldgeber (Nicht-Banken)	Private Debt Fonds	Pensionskassen	versicherung	Family Offices	Vendor Loans	Bank	Unternehmen	
Art der Investition	Über Fonds (indirekt)			Direkt via Broker			Direkt ohne Broker	
Technologie	Online (Plattform)				Offline			
Anzahl Geldgeber	Wenige				Viele (einschliesslich Crowdfunding)			
Transaktionsvolumen	CHF 0 – 5 Mio.		CHF 5 – 50 Mio.		CHF 50 – 250 Mio.		CHF >250 Mio.	
Laufzeit	kurzfristig (<1 Jahr)				mittel- bis langfristig (>= 1 Jahr)			

Im Rahmen dieser Studie werden ausschliesslich Finanzierungen von operativen Schweizer Nicht-Finanz-Unternehmen betrachtet. Die Finanzierung der öffentlichen Hand durch Nicht-Banken wird in dieser Studie nur am Rande thematisiert. Besitzer der Geldnehmer können sowohl gesponsorte Unternehmen als nicht-gesponsorte Unternehmen sein. Auch spezifisch ausgeschlossen von dieser Studie und den entsprechenden Volumenschätzungen sind Private Debt Finanzierungen im Bereich Immobilien (Real Estate), Infrastruktur und bei der Finanzierung von Rohstoffen, welche insbesondere im Ausland teilweise auch durch Nicht-Banken finanziert werden. Ausgenommen von dieser Studie sind auch Schuldscheindarlehen,

<sup>4</sup> Siehe Abschnitt 2.3 für Definitionen der einzelnen Instrumente.

da diese meist mindestens durch Banken handelbar sind und daher als quasi-öffentlich angesehen werden können. Das Domizil des Geldgebers ist nicht entscheidend und kann sich demnach in der Schweiz oder im Ausland befinden. Als typische Geldgeber treten institutionelle Investoren wie Pensionskassen, Versicherungen, Vermögensverwalter («VV») und Family Offices («FO») auf. Diese stellen das Fremdkapital entweder über einen Private Debt Fonds Manager oder direkt mittels Broker oder auch ohne Broker zur Verfügung. Die Vergabe über einen Broker kann über eine elektronische Plattform («online») oder über den klassischen Weg ohne den Einsatz einer elektronischen Plattform («offline») erfolgen. Betreffend Transaktionsvolumen werden verschiedene typische Grössencluster betrachtet. Hinsichtlich der Laufzeit werden kurzfristige Transaktionen mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr nicht untersucht und somit sämtliche Geldmarktfinanzierungen ausgeklammert.

Auch ausgeschlossen sind Darlehen von Privaten, insbesondere sogenannte «Vendor Loans», welche im Zusammenhang mit Unternehmensverkäufen oft durch den ehemaligen Besitzer gewährt werden. Vendor Loans stellen oft, insbesondere bei kleineren Transaktionen, die grösste Konkurrenz zu Private Debt dar. Diese werden oft auch zur Sicherung von Gewährleistungsansprüchen genutzt. Zudem sind Vendor Loans meist kostengünstiger als nachrangige Darlehen und stellen sicher, dass der ehemalige Eigentümer einen Anreiz hat, die verkaufte Unternehmung weiter zu unterstützen.

### 2.3 Investitionsstrategien und -formen in Private Debt

---

Private Debt gemäss vorangehender Abgrenzung ist keine homogene Anlageklasse. Es können verschiedene Strategien und Instrumente eingesetzt werden. Innerhalb von Private Debt gibt es verschiedene Unterkategorien was Instrumente und Fondstypen betrifft. Die wichtigsten sind:

- **Senior Secured Loans** sind besicherte Kredite. Der Coupon besteht typischerweise aus einem variablen Zins plus einer unternehmensspezifischen Marge, welche das Kreditrisiko entschädigt. Im Leveraged Loan<sup>5</sup> Geschäft unterscheidet man zwischen sogenannten «First Lien Loans» und «Second Lien Loans». Beides sind fast immer besicherte Kredite, mit dem Unterschied, dass erstbesicherte «First Lien Loans» in einem Konkursfall zuerst die Sicherheit erhalten und – nur falls noch Erlöse übrig sind – die sogenannten «Second Lien Loans», respektive zweitbesicherte Kredite bedient werden. In den letzten Jahren hat die Vergabe von Second Lien Loans stark zugenommen und ungesicherte Tranchen, wie sogenannte Mezzanine Finanzierungen, zu einem grossen Teil substituiert.
- **Mezzanine-Finanzierungen** sind nachrangige Kredite, die in der Bilanz eines Unternehmens zwischen Senior Debt und Eigenkapital zu finden sind. Deshalb auch der Name «Mezzanine», was so viel wie in der Mitte bedeutet. Mezzanine Kapital beinhaltet typischerweise einen fixen Coupon teilweise ergänzt durch Optionen oder aktienähnliche Eigenschaften, um höhere Renditen zu erzielen. Im internationalen Bereich sind Mezzanine Finanzierungen meist unbesichert, da die Sicherheiten an die Senior Loan Kreditgeber gegeben werden. In der Schweiz sind Mezzanine Darlehen teilweise besichert.
- **Junior/Subordinated Capital:** «Junior Capital» ist ein allgemeiner Begriff, der neben Mezzanine Kapital noch andere Kapitalinstrumente umfasst und je nach Definition neben nachrangigen Krediten

---

<sup>5</sup> Ein Leveraged Loan wird zur Finanzierung eines Leveraged Buyout (kurz «LBO») eingesetzt. Ein LBO ist eine Unternehmensübernahme, die überwiegend mit Fremdkapital finanziert wird.

teilweise auch das Vorzugskapital miteinbezieht.

- **Unitranche Finanzierungen** sind Finanzierungen, welche nur eine Tranche aufweisen (daher «Unitranche»). Typischerweise kombinieren sie Senior Loans und Mezzanine, in dem Sinne, dass der Fremdfinanzierungsgrad (der sog. «Leverage Level») bis zum Grad einer typischen Mezzanine Finanzierung geht. Die Kosten einer Unitranche Finanzierung richten sich typischerweise – bei vergleichbaren Fremdfinanzierungsgrad und ähnlichen anderen Kreditkenngrössen – am gewichteten Durchschnitt der Senior und Mezzanine Tranche plus einem gewissen Aufschlag.<sup>6</sup>
- **Distressed Debt und Special Situation-Strategien:** Bei Distressed Debt werden Kreditforderungen zu einem grossen Abschlag am Markt oder von bestehenden Gläubigern erworben, weil der Kreditnehmer finanziell notleidend (sog. «Distressed») ist. Special Situation-Strategien nutzen spezifische Preis- und Liquiditätssituationen im Markt aus. Investiert wird in diesem Fall in bilateral ausgehandelte Kredite oder im Sekundärmarkt.
- **Venture Debt** ist ein relativ neues Phänomen. Dabei werden Kredite an Venture Capital Firmen gewährt, welche zu einem grossen Teil noch keine positiven Cash Flows erwirtschaften.

Abb. 2: Anteil verschiedener Finanzierungsinstrumente weltweit, 2009-2018 (Preqin, 2019)

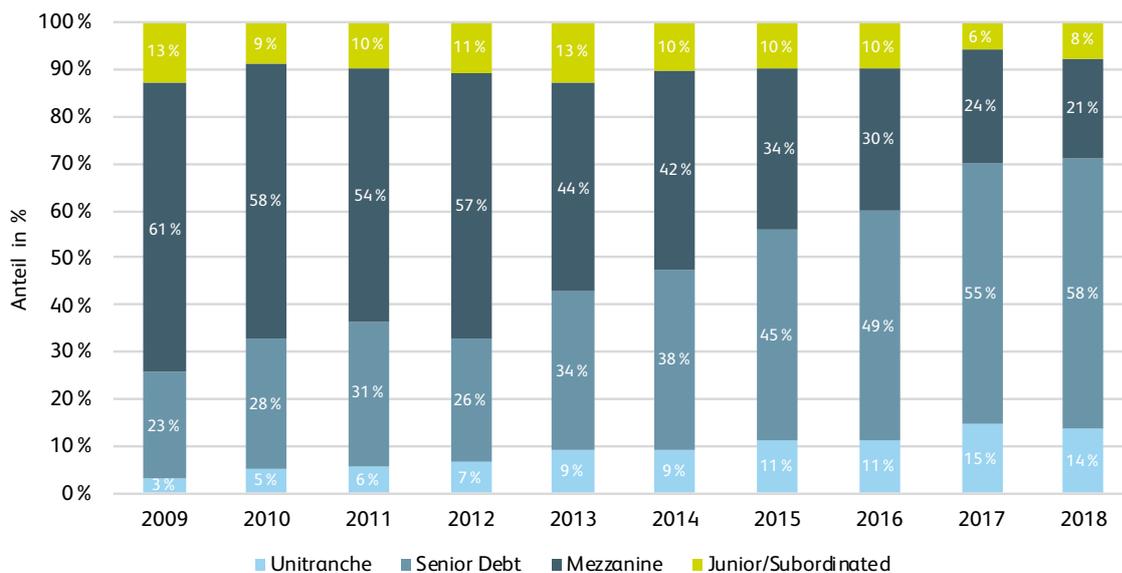


Abbildung 2 zeigt die weltweite Entwicklung der verschiedenen verwendeten Finanzierungsinstrumente aller durch Private Debt Fonds finanzierter globaler Transaktionen über die Jahre 2009 bis 2018. Die wichtigste Entwicklung ist sicherlich ein materieller Anstieg der Senior Debt Tranchen und teilweise der Unitranche Finanzierungen. Reduziert haben sich insbesondere die Mezzanine Tranchen. Wie schon erläutert, hat die Finanzierung durch «All Senior-Strukturen» hauptsächlich deshalb zugenommen, weil sich

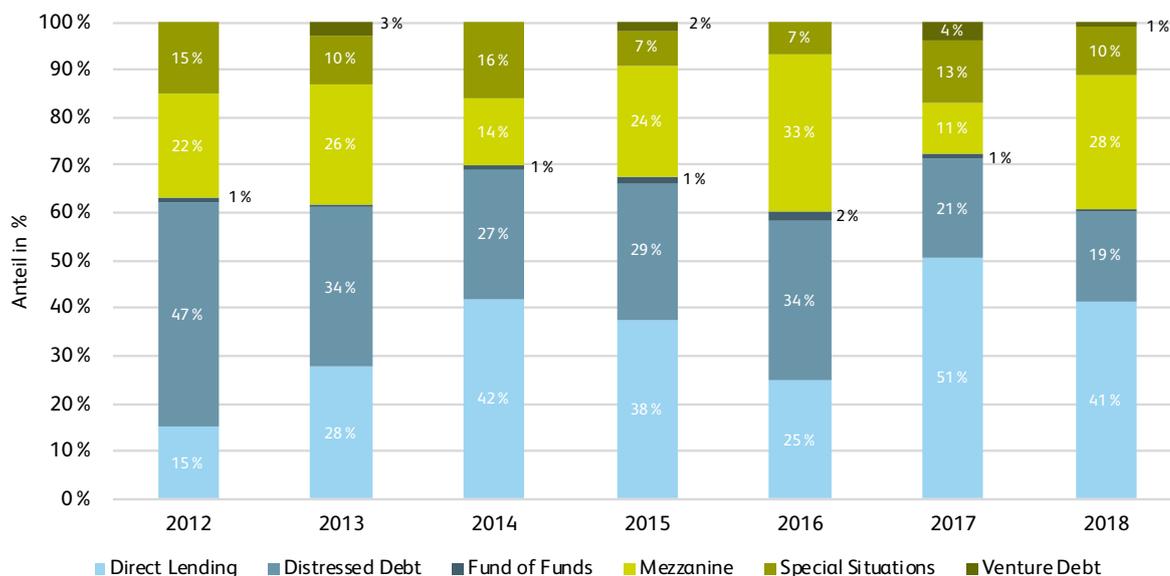
<sup>6</sup> Der Vorteil einer Kombination von beiden Finanzierungsbestandteilen (Senior und Junior Debt) liegt für den Kreditnehmer in den tieferen Transaktionskosten und der vergleichsweise schlankeren Dokumentation, was schliesslich zu einem geringeren Koordinationsaufwand der einzelnen Kreditgeber führt. Ein Nachteil liegt in den Finanzierungskosten, da der durchschnittliche Zinssatz einer Unitranche in der Regel einen gewissen Aufschlag gegenüber der Finanzierung über zwei Tranchen beinhaltet. Unitranche Finanzierungen können oft auch zur Anwendung kommen, wenn ein grösserer Teil der Finanzierung unbeansprucht, das heisst ungezogen (z. B. für Akquisitionen) reserviert ist, welche Banken typischerweise nicht gerne vergeben.

die Kreditbedingungen nochmals zugunsten der Emittenten entwickelt haben. Diese konnten die gewünschte Finanzierung meist über eine All Senior-Struktur erreichen und brauchten keine Mezzanine-Finanzierung.

Dies widerspiegelt sich auch im Anteil der verschiedenen Kapitalaufnahmevermögen von Private Debt Fonds, welches im Jahr 2017 gemäss Preqin zum ersten Mal die Marke von USD 100 Mrd. überschritten hat.<sup>7</sup> Direct Lending stellte im Jahr 2018 weiterhin den grössten Anteil des globalen Private Debt Kapitalaufnahmevermögen (dem sog. «Fundraising») dar. Siehe hierzu auch Abbildung 3.

Ein sehr bedeutender Teil von Private Debt geht weiterhin in das Segment Distressed Debt. Dies insbesondere aus dem Grund, weil die Banken in diesem Bereich typischerweise nicht aktiv sind (mit Ausnahme einiger spezialisierter Teams innerhalb gewisser Investmentbanken). Zudem hat dieses Segment den letzten Jahren eine gute Rendite erzielt.

**Abb. 3: Anteil Fundraisingvolumen Private Debt, 2012- 2018 (Preqin, 2019)**



<sup>7</sup> Preqin, 2018a.

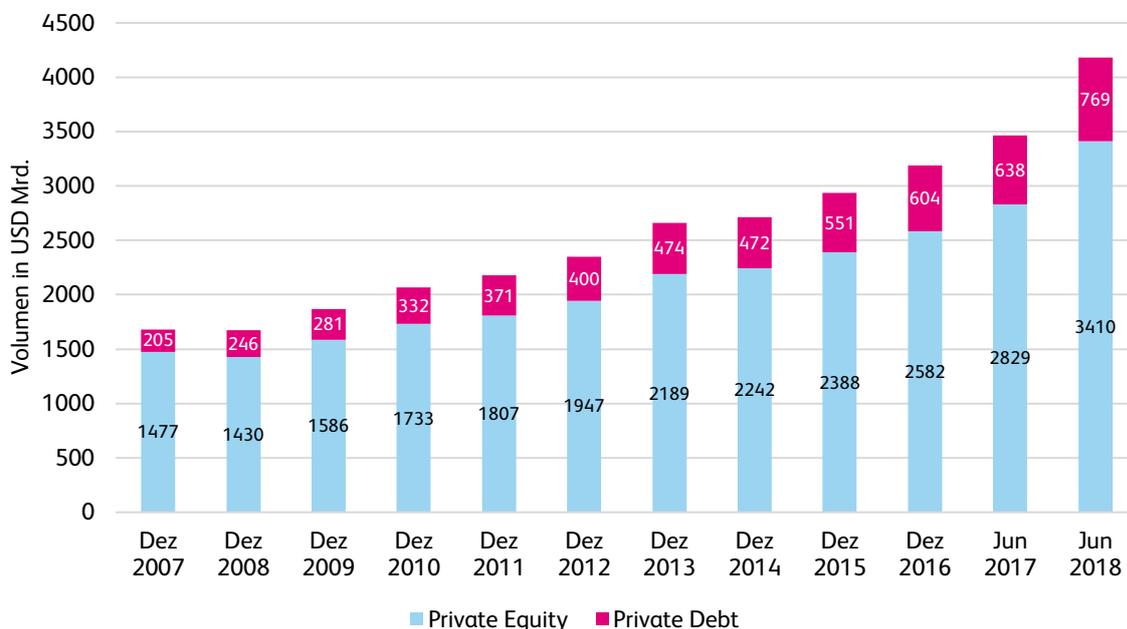
### 3 Private Debt Markt im internationalen Kontext

#### 3.1 Marktübersicht Private Debt

Der globale Private Debt Markt im engeren Sinne ist in den letzten Jahren stark gewachsen. Die untenstehende Abbildung 4 zeigt, dass das durch Private Debt Fonds geschätzte verwaltete Vermögen von USD 205 Mrd. im Dezember 2007 auf USD 769 Mrd. im Juni 2018 gestiegen ist. Die verwalteten Vermögen, die sogenannten «Assets under Management», kurz «AuM», haben sich demnach innerhalb von zehn Jahren mehr als verdreifacht.

Ein wichtiger Treiber des Private Debt Marktwachstums (2007 bis Mitte 2018: CAGR<sup>8</sup> von 13.4 %) ist das Wachstum des Private Equity Marktes (2007 bis Mitte 2018: CAGR von 8.3 %), weil Private Debt immer noch zu einem grossen Teil zur Finanzierung, respektive Refinanzierung und Restrukturierung von Private Equity Transaktionen eingesetzt wird. Das überproportionale Wachstum ist insbesondere damit zu erklären, dass der Anteil von Private Debt an Private Equity Fremdfinanzierungstransaktionen materiell zugenommen hat.

Abb. 4: Weltweiter Private Debt Markt im Kontext des Private Equity Marktes, Dezember 2007-Juni 2017 (Preqin, 2018a und Preqin, 2019)



Gemäss Preqin wird das Wachstum der alternativen Assets weiter anhalten.<sup>9</sup> Für die Private Debt Assetklasse prognostiziert Preqin einen weiteren signifikanten Anstieg bis 2023 auf USD 1.4 Billionen. Preqin

<sup>8</sup> CAGR steht für Compound Annual Growth Rate, was der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate entspricht.

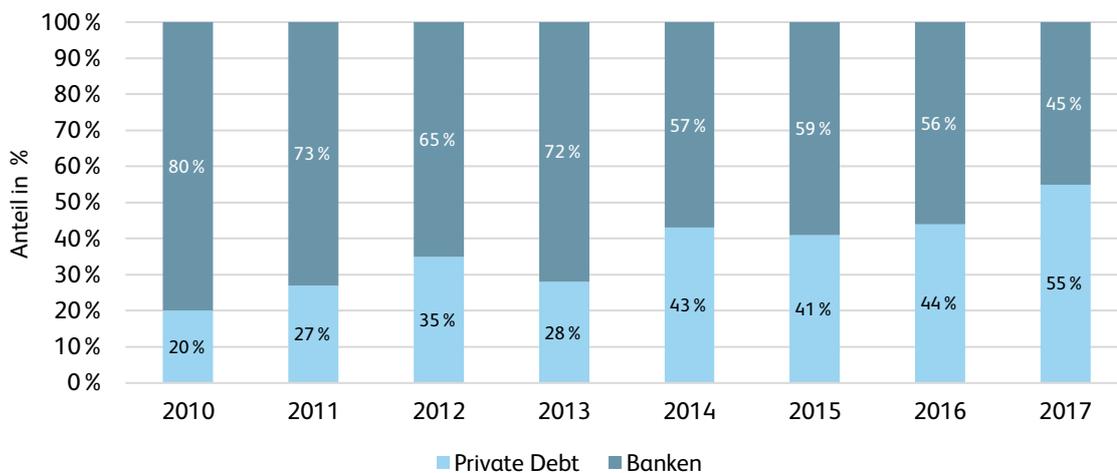
<sup>9</sup> Preqin, 2018b.

prognostiziert damit auch, dass Private Debt die Assetklasse Private Real Estate überholen wird und innerhalb der Private Marktes zur zweitgrössten Assetklasse heranwächst.

Wie Abbildung 5 zeigt, wurden im Jahr 2017 in Europa gemäss Preqin rund 55 % der Private Equity Transaktionen durch Private Debt Fonds finanziert. Der relative Anteil der Private Debt Fonds am gesamten Finanzierungsvolumen hat sich daher fast verdreifacht. Im Jahr 2010 stellten die Private Debt Fonds nur rund 20 % der Private Equity Finanzierungen dar. Es sei an dieser Stelle angemerkt, dass dies nicht heisst, dass die Banken sich aus diesem Geschäft zurückgezogen haben. Wider Erwarten sind auch die Banken immer noch stark im Leveraged Loan Geschäft aktiv. Obwohl die Kapitalanforderungen in diesem Bereich zugenommen haben, sind die Banken der Ansicht, dass das Leveraged Loan Geschäft ein lohnendes Kreditgeschäft ist, da sich die Bruttomargen von Senior Secured Loans typischerweise im Bereich von 350-500 Basispunkten<sup>10</sup> bewegen.

Ausserdem sind viele Banken im sogenannten «Loan Underwriting», das heisst dem Syndizierungs-geschäft von Krediten für Private Equity Transaktionen tätig, welches ein hohes Volumen an Gebühren<sup>11</sup> generiert. Gemäss Deallogic wurden im Jahr 2018 global insgesamt ca. USD 11.8 Mrd. an Gebühren im Leveraged Finance Geschäft generiert, davon ca. USD 8.2 Mrd. durch Private Equity Firmen.<sup>12</sup>

**Abb. 5: Anteil LBO Finanzierungen Europa, 2010-2017 (Private Debt Fonds vs. Banken)**  
(Preqin, 2018a)



Das Wachstum des internationalen Private Debt Volumens lässt sich zudem mit der Höhe der Finanzierungen, respektive mit der materiellen Zunahme des Fremdfinanzierungsgrades seit 2007 erklären. Des Weiteren fusst das Wachstum auf dem Umstand, dass Private Debt auch vermehrt in den Bereichen Private Real Estate, Private Infrastructure und Natural Resources eingesetzt wird, welche in den letzten zehn Jahren ebenfalls ein starkes Wachstum verzeichneten.

Eine starke Zunahme der Aktivität der Private Debt Fonds war sowohl in den USA als auch in Europa zu

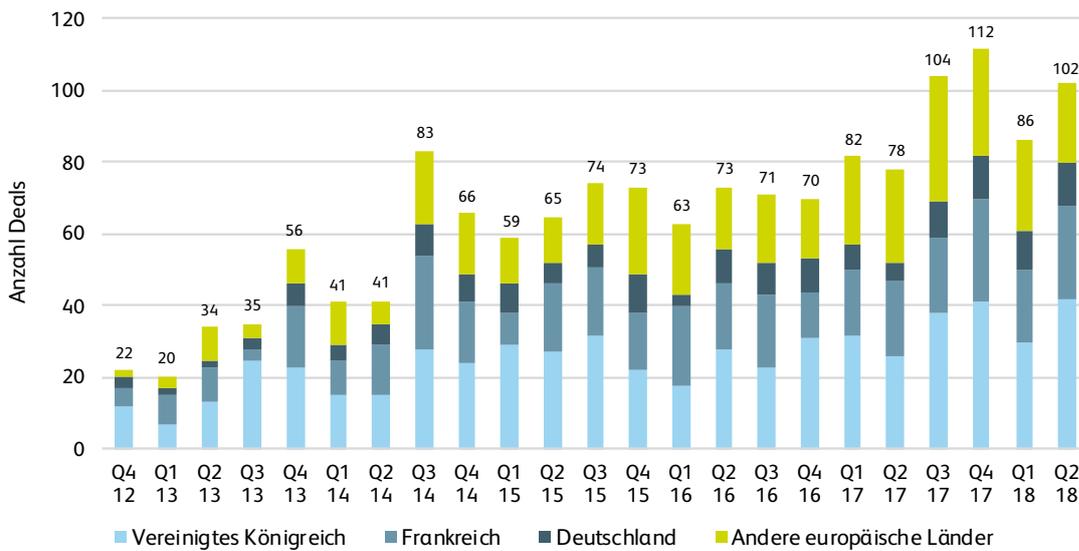
<sup>10</sup> Ein Basispunkt entspricht 0.01 %.

<sup>11</sup> Typischerweise bewegen sich die sogenannten «Upfront-Fees», das heisst die einmalig anfallenden Gebühren bei Ausgabe der Leveraged Loans im Bereich von 150-250 Basispunkten (d.h. 1.5 - 2.5 %).

<sup>12</sup> Deallogic, 2018.

verzeichnen. Gemäss Deloitte hat in Europa die Anzahl der sogenannten alternativen Lending Transaktionen von 22 im 4. Quartal 2012 auf 102 im 2. Quartal 2018 zugenommen (siehe Abbildung 6). Alternative Lending Transaktionen beinhalten jedoch nicht alle, sondern nur den Teil der Leveraged Finance Transaktionen, bei welchen Private Debt Fonds federführend waren. Mit anderen Worten, die reinen Bankentransaktionen oder Transaktionen, welche durch Banken im grösseren Rahmen syndiziert wurden, sind typischerweise nicht in dieser Statistik enthalten.

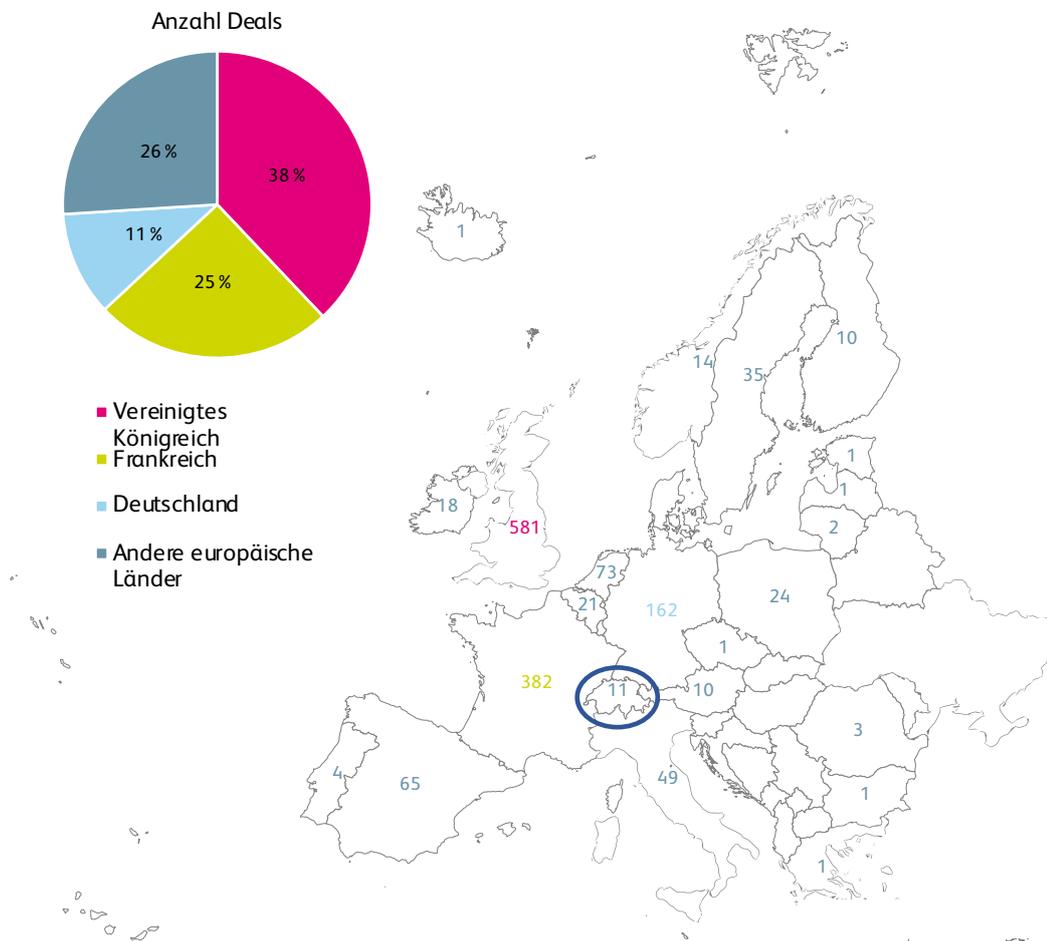
**Abb. 6: Alternative Lending Transaktionen Europa, 4. Quartal 2012-2. Quartal 2018 (Anzahl Deals) (Deloitte, 2018)**



Die Hauptaktivitäten konzentrieren die Private Debt Fonds momentan auf das Vereinigte Königreich, Frankreich und Deutschland. Die Aktivität im restlichen Europa ist bedeutend kleiner.

In der Schweiz haben in den letzten ca. 5.5 Jahren (23 Quartalen) nur 11 Transaktionen stattgefunden (siehe Abbildung 7). Dies sind jedoch nur die durch Private Debt Fonds «direkt» durchgeführten Transaktionen. Wie oben angedeutet: Die Anzahl Leveraged Finance Transaktionen (einschliesslich Bankendeals) war einiges grösser (siehe dazu Kapitel 5).

Abb. 7: Alternative Lending Transaktionen Europa, 4. Quartal 2012-2. Quartal 2018 (Anzahl Deals)  
(Deloitte, 2018)

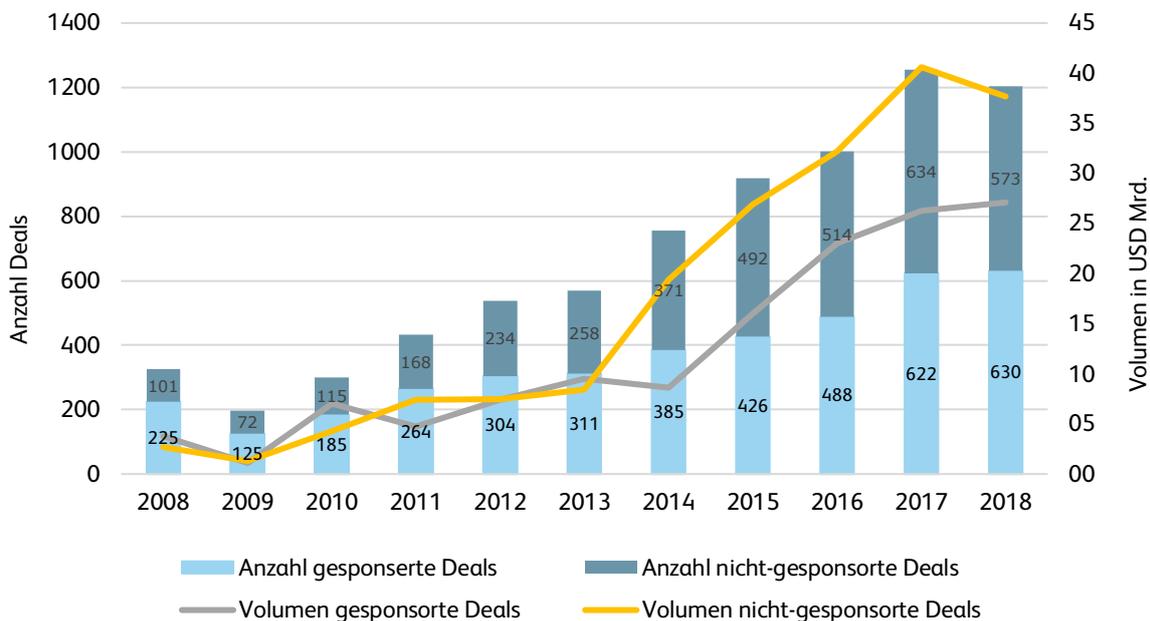


### 3.2 Nicht-gesponsorte Transaktionen

Der steigende Marktanteil von Private Debt Fonds im Bereich gesponserte Transaktionen ist – wie vorangehend erläutert – klar und unbestritten. Eine oft debattierte Frage ist jedoch, inwiefern sich Private Debt auch bei nicht-gesponsorten Transaktionen, respektive Unternehmensfinanzierungen durchsetzen kann und somit den Bankenkreditmarkt desintermediert. Oft wird dabei argumentiert, dass sich die Banken aufgrund höherer Kapitalanforderungen und anderer regulatorischer Anforderungen aus dem Bereich Unternehmenskredite zurückziehen und dieses Feld anderen, insbesondere auch Private Debt Anbietern, überlassen.

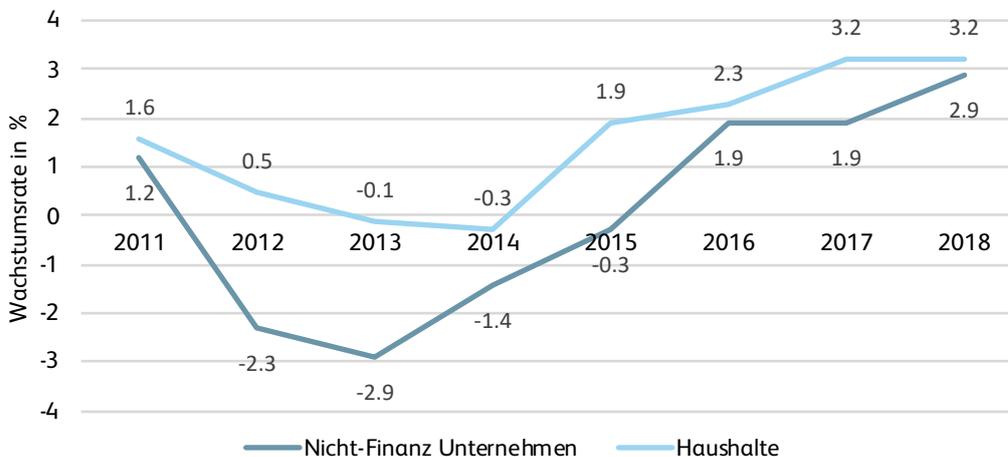
Auf globaler Ebene, und daher insbesondere in den USA als grösstem Markt, ist der Anteil der nicht-gesponsorten Transaktion schon relativ hoch. Die nicht-gesponsorten Transaktionen machten im Jahr 2018 mit einem Anteil von 573 an 1203 weltweiten Transaktionen einen Anteil von 48 % aus (was 58 % des Volumens entspricht). Vor zehn Jahren war dieser Anteil mit 31 % der Transaktionen und 42 % des Volumens noch signifikant tiefer (siehe Abbildung 8).

**Abb. 8: Globale Anzahl Transaktionen – Gesponsorte vs. nicht-gesponsorte Transaktionen, 2008-2018 (Preqin, 2019)**



Im Folgenden soll untersucht werden, wie die Situation in Europa aussieht. Abbildung 9 zeigt das europäische Kreditvolumen im privaten Sektor gemäss EZB Statistik.

**Abb. 9: Jährliche Veränderung (%) der Kredite an den privaten Sektor, Europa, 2012-2018 (EZB, 2019) <sup>13</sup>**



Wie aus Abbildung 9 ersichtlich ist, hat es in Europa in den Jahren 2012 bis Ende 2015 eine Kontraktion des Kreditvolumens gegeben, insbesondere im Bereich der Unternehmenskredite (das heisst Kredite an sogenannte «Nicht-Finanz Unternehmen»).

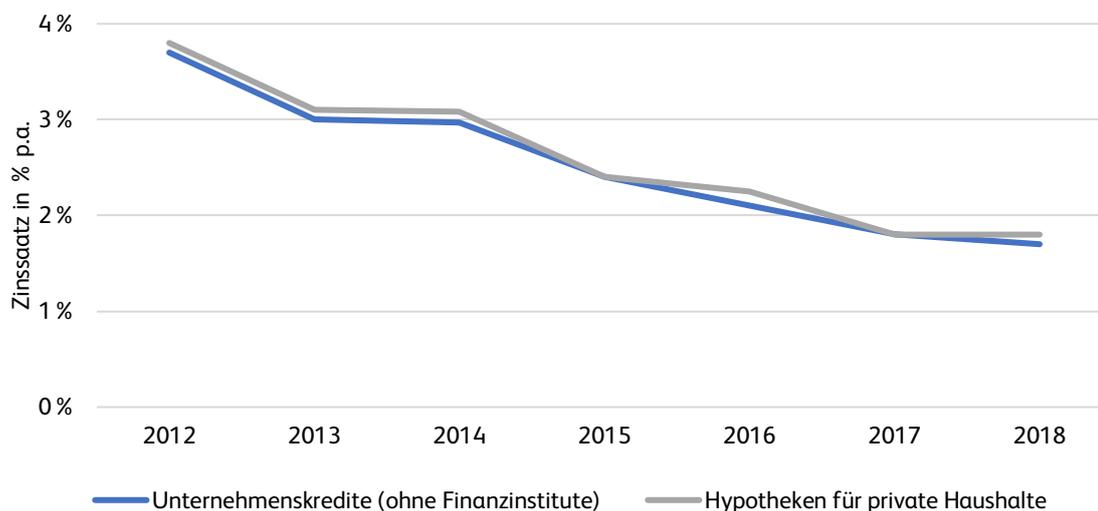
Seit 2016 zeigt sich jedoch wieder ein Wachstum. Wie sich ebenfalls der EZB Statistik entnehmen lässt, sind die Zinssätze, insbesondere seit dem Jahr 2014, stark gesunken, was die Fremdkapitalaufnahme wieder attraktiver macht (siehe Abbildung 10).

Von einer absoluten Kreditknappheit und verschlechterten Konditionen kann daher im Allgemeinen in

<sup>13</sup> Nicht-finanzielle Unternehmen umfassen alle Unternehmen ausser Banken, Leasinggesellschaften und ähnliche.

Europa nicht gesprochen werden, auch wenn sich nach Ansicht der Autoren die Kreditstandards und -konditionen bei gewissen Banken aufgrund von regulatorischen Vorschriften und anderer Faktoren sicherlich verschärft haben und die Banken damit Marktanteile verloren haben.

**Abb. 10: Durchschnittliche Bankkreditzinssätze an Unternehmen (ohne Banken und andere Finanzinstitute) und private Haushalte, Europa, 2012-2018<sup>14</sup>**  
(EZB, 2019)

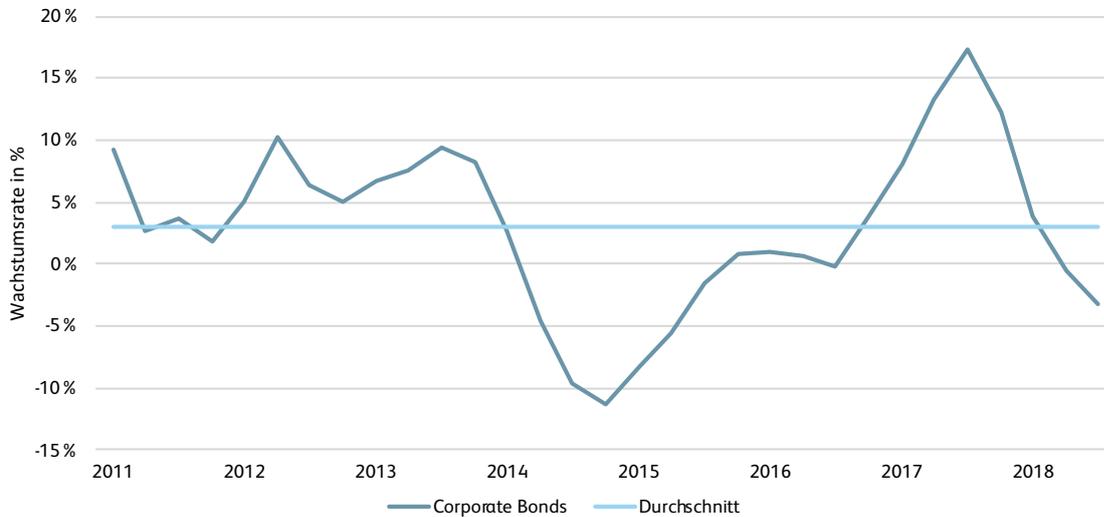


Neben dem Bankenkreditmarkt, welcher seit dem Jahr 2016 in Europa wieder gewachsen ist, verzeichnet auch der Corporate Bond Markt in Europa weiteres Wachstum (siehe Abbildung 11). Ausser zwischen September 2014 und September 2015, wo das Wachstum negativ war, hat der Gesamtbestand der Corporate Bonds (ohne Finanzinstitute) in den wichtigsten europäischen Ländern zugenommen.

Insgesamt ist der Markt in diesen wichtigsten europäischen Ländern gemäss der BIZ Statistik in den Jahren 2011 bis 2018 von ca. EUR 1.7 auf 2.0 Billionen angewachsen, was einer durchschnittlichen Wachstumsrate über diesen Zeitraum von ca. 3 % entspricht. Selbstverständlich haben nur gewisse Unternehmen, meist ab einer gewissen Grössenordnung und einem gewissen impliziten oder explizierten Rating, Zugang zum Kapitalmarkt. Dennoch trägt ein funktionierender und wachsender Bondmarkt zur Versorgung der Wirtschaft mit Finanzmitteln bei.

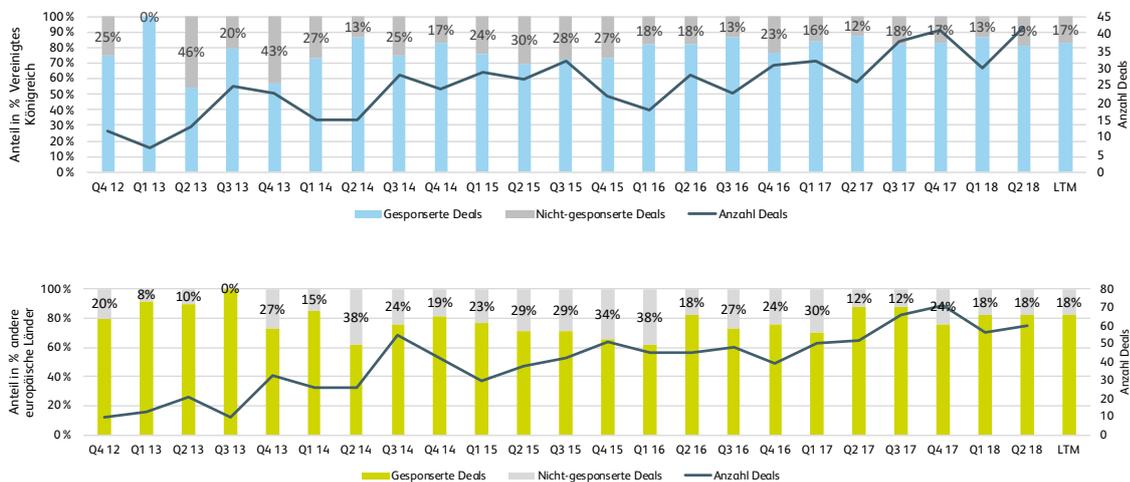
<sup>14</sup> Die durchschnittlichen Bankkreditzinssätze werden mittels Aggregation kurz- und langfristiger Zinssätze auf Basis eines rollierenden 24-Monate Durchschnitts des Neugeschäfts berechnet. Der letzte in der Grafik ersichtliche Datenpunkt bezieht sich auf Daten für November 2018.

**Abb. 11: Jährliches Wachstum von Corporate Bonds (ohne Finanzinstitute), wichtigste Euroländer, 2011-2018<sup>15</sup> (BIZ, 2019)**



Umgekehrt bedeutet dies für europäische Private Debt Anbieter jedoch auch, dass der Kapitalmarkt eine Alternative zu Bankfinanzierungen darstellt. Dies insbesondere für Emittenten mit guter Bonität.

**Abb. 12: Anteil gesponsorierter Transaktionen vs. nicht-gesponsorte Transaktionen Vereinigtes Königreich und übriges Europa, 4. Quartal 2012-2. Quartal 2018 (Deloitte, 2018)**



Obwohl die Desintermediation des Bankensektors und des Kapitalmarktes durch Private Debt zugenommen hat und nach Ansicht der Autoren weiterhin zunehmen wird: Der grosse Durchbruch hat in Europa noch nicht stattgefunden, ansonsten hätte der Anteil der nicht-gesponsorten Deals schon stärker zugenommen. Das europäische Kreditvolumen im KMU Bereich macht immer noch ein Vielfaches des nicht-

<sup>15</sup> Dargestellt ist das rollierende jährliche Wachstum basierend auf Quartalszahlen. Enthaltene Länder sind Frankreich, Österreich, Belgien, Finnland, Deutschland, Griechenland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Portugal, Spanien, Dänemark und das Vereinigte Königreich.

gesponsorten Direct Lending Volumens aus. Diese Aussage widerspiegelt sich auch in den Statistiken, welche Deloitte regelmässig für den europäischen Private Debt Markt erhebt (siehe Abbildung 12): Im Vereinigten Königreich waren im Zeitraum vom 4. Quartal 2012 bis zum 2. Quartal 2018 lediglich 21 % nicht-gesponsorte Transaktionen. Im restlichen Europa beträgt dieser Wert rund 22 %. Direct Lending Fonds sind insbesondere an nicht-gesponsorten Deals interessiert, weil sie sich erhoffen, dass die Konditionen solcher Transaktionen besser sind als bei gesponsorten Transaktionen.

Eine ähnliche Statistik publiziert auch GCA Altium (2018). Gemäss deren Angaben gab es in Europa zwischen dem 4. Quartal 2017 und dem 3. Quartal 2018 lediglich 23 nicht-gesponsorte Transaktion (Unitranche oder Subordinated Debt). Diese Transaktionen repräsentieren daher nur ca. 10 % der gesamten Anzahl Unitranche und nachrangigen Transaktionen in Europa.

Im Vergleich zu Bankfinanzierungen haben Private Debt Transaktionen als alternative Finanzierungsquelle daher noch einen geringeren Bekanntheitsgrad. Dies ist mitunter auch mit den Konditionen zu begründen. Investoren in Direct Lending Fonds haben typischerweise Netto-Renditeanforderungen von 6-9 % und höher.<sup>16</sup> Bei einem durchschnittlichen Bankkreditzinssatz von unter 2 % (gemäss Abbildung 10) und einem expandierenden Bondmarkt sind demzufolge nur wenige nicht-gesponsorte Unternehmen bereit, Zinsen von über 6-9 % zu zahlen. Typischerweise sind dies Akquisitions- oder Wachstumsfinanzierungen, welche eine «normale», für den Bankenmarkt absorbierbare Verschuldungsquote von 2-3 x EBITDA<sup>17</sup>, übersteigen. Die Anzahl dieser Transaktionen im nicht-gesponsorten Bereich ist jedoch beschränkt, da die meisten Unternehmen einen gewissen Verschuldungsgrad aus Risikogründen nicht überschreiten wollen.

Anders würde die Situation aussehen, wenn Private Debt Fonds auch im Bereich von Finanzierungen mit einem Verschuldungsgrad von 1-3 x EBITDA aktiv sein würden, was durchaus vorstellbar wäre, aber tiefere Renditen zur Folge hätte. Momentan sind Private Debt Fonds in diesem Segment aber noch nicht im grösseren Stil aktiv.

---

<sup>16</sup> Siehe hierzu auch Abschnitt 3.5.

<sup>17</sup> EBITDA steht für den Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen.

### 3.3 Marktteilnehmer

Die untenstehende Grafik zeigt die weltweit grössten Private Debt Manager gemäss Preqin.

**Abb. 13: Grösste internationale Private Debt Fonds – gesamte Kapitalaufnahme in den letzten zehn Jahren (Preqin, 2018a)**

Firma	Hauptsitz	Gesamtes Fundraisingvolumen in den letzten 10 Jahren (USD Mrd.)
Oaktree Capital Management	US	51.7
Goldman Sachs Merchant Banking Division	US	37.4
GSO Capital Partners	US	26.8
HPS Investment Partners	US	21.8
Intermediate Capital Group	UK	21.2
Centerbridge Capital Partners	US	18.6
Apollo Global Management	US	18.3
Ares Management	US	18.1
Cerberus Capital Management	US	17.4
Fortress Investment Group	US	16.6

Gemessen am Fundraisingvolumen der letzten zehn Jahre ist Oaktree Capital Management der grösste Private Debt Manager. Oaktree hat in den letzten zehn Jahren insgesamt USD 51.7 Mrd. eingesammelt. Weitere sehr grosse global tätige Private Debt Fondsmanager sind Goldman Sachs durch ihre Merchant Banking Division, GSO Capital Partners (eine Tochtergesellschaft der amerikanischen Private Equity Gesellschaft Blackstone), HPS Investment Partners und die Intermediate Capital Group («ICG»).

Abbildung 14 zeigt die grössten europäischen Private Debt Funds. Die Intermediate Capital Group («ICG») ist der einzige europäische Fondsmanager, der weltweit – gemessen am Fundraisingvolumen – zu den grössten zehn Private Debt Firmen zählt und liegt folglich auch in der Liste der grössten europäischen Manager an erster Stelle. ICG hat den letzten zehn Jahren über USD 21 Mrd. eingesammelt. Als zweitplatziertes Manager hat Hayfin Capital Management in dieser Zeitspanne insgesamt USD 9.9 Mrd. gesammelt und verfügt noch über investierbares Kapital (sogenannten «Dry Powder») in der Höhe von USD 4.4 Mrd. Sieben der zehn grössten europäischen Fondsmanager stammen aus dem Vereinigten Königreich (UK). Zusammen haben diese mehr als USD 56 Mrd. gesammelt.

**Abb. 14: Grösste Europäische Private Debt Funds – gesamte Kapitalaufnahme in den letzten zehn Jahren (Preqin, 2018a)**

Firma	Hauptsitz	Gesamtes Fundraisingvolumen in den letzten 10 Jahren (USD Mrd.)
Intermediate Capital Group («ICG»)	UK	21.2
Hayfin Capital Management	UK	9.9
Bluebay Asset Management	UK	7.5
Partners Group	Schweiz	5.5
Park Square Capital Partners	UK	5.2
M&G Investments	UK	4.8
Alcentra Group	UK	3.8
EQT	Schweden	3.7
Permira Debt Managers	UK	3.7
IdInvest Partneres	Frankreich	3.2

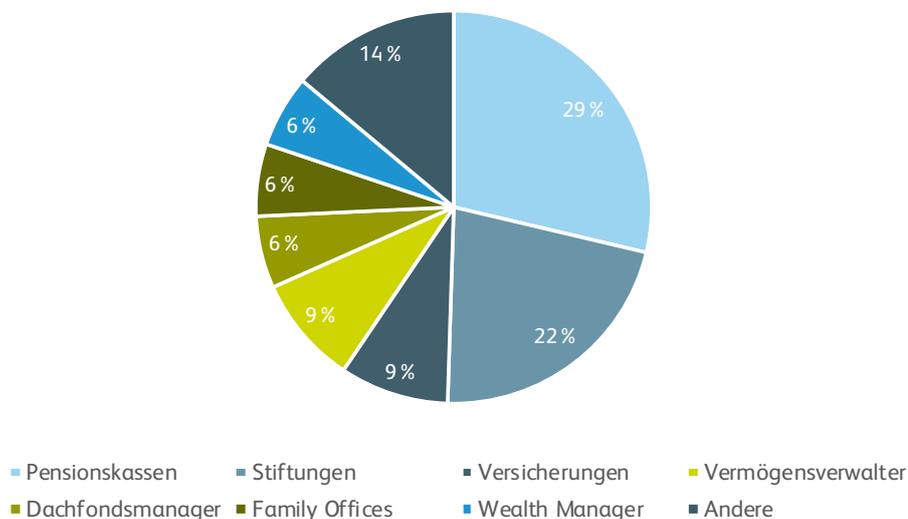
Die Betrachtung von Fundraisingvolumina ist eine Möglichkeit, die globale Debt Landschaft zu klassifizieren. Eine andere Möglichkeit ist der Fokus auf die aktuell verwalteten Assets under Management («AuM»). Betreffend AuM sind aber weniger verlässliche Daten erhältlich. Zudem sei angemerkt, dass die Fundraisingvolumen gemäss Preqin typischerweise nur die wichtigsten sogenannten «Flagship Funds» beinhalten und das Fundraisingvolumen durch Mandats- oder andere Lösungen ausschliessen. Gewisse Manager (wie z. B. Partners Group) haben bedeutende Volumen durch Mandats- oder andere Lösungen eingesammelt.<sup>18</sup>

### 3.4 Investoren

Die globale Anzahl an Private Debt Investoren hat in den letzten Jahren zugenommen. Gemäss Preqin gab es per Januar 2018 mehr als 3'100 institutionelle Investoren, welche aktiv in Private Debt investieren oder Private Debt Fonds in Erwägung ziehen. Das sind 700 mehr als im Jahr 2017 und 1'200 mehr verglichen mit dem Jahr 2016. Die nachfolgende Abbildung 15 zeigt eine Aufteilung der gesamten Private Debt Investorenbasis nach Typ.

<sup>18</sup> Als Beispiel: Partners Group (2019) verwaltet per 31.12.2018 insgesamt EUR 15 Mrd. in Private Debt. Das gesamte Fundraisingvolumen in den letzten zehn Jahren (inklusive Mandatslösungen) scheint daher wahrscheinlich höher gewesen zu sein als die durch Preqin geschätzten USD 5.5 Mrd.

**Abb. 15: Private Debt Investoren nach Typ im globalen Private Debt Markt (Preqin, 2018a)**



Pensionskassen machen 29 % der Private Debt Investoren aus. Dabei stammen 16 % von privaten Pensionskassen und 13 % von öffentlichen Pensionskassen. Bei 22 % respektive 9 % der Investoren handelt es sich um Stiftungen und Versicherungen. 9 % respektive 6 % stammen von Vermögensverwaltern und Dachfonds. Weitere 6 % der Investorenbasis bestehen aus Family Offices und 6 % aus Wealth Managern. Investoren, welche nicht den oben genannten Typen zugeordnet werden konnten, wurden unter der Kategorie Andere zusammengefasst und machen 14 % der Private Debt Investoren aus.

### 3.5 Performance

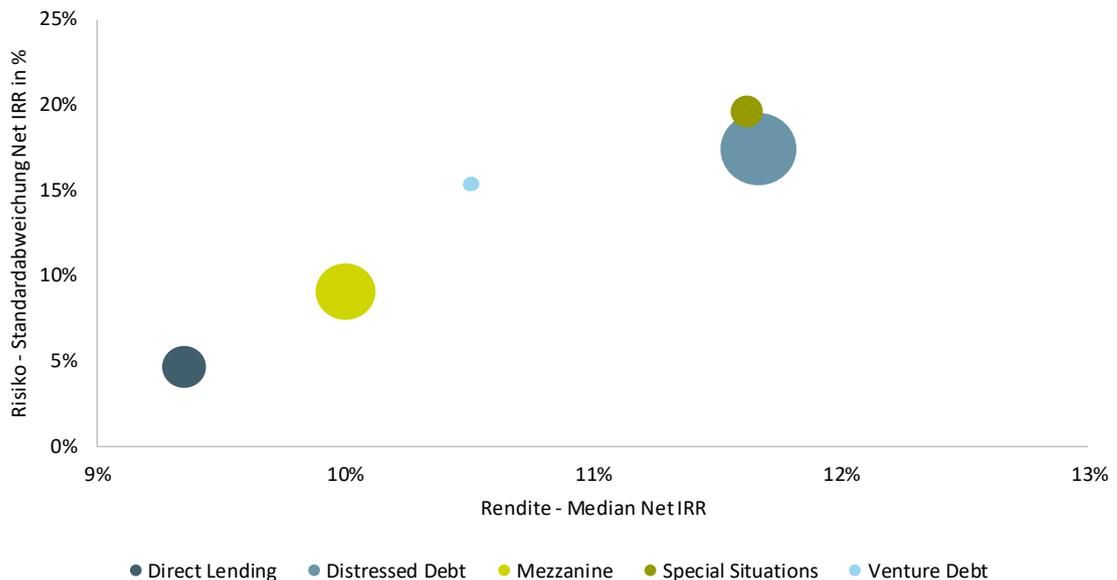
Es existieren verschiedene Studien zur Performance der Anlageklasse Private Debt über verschiedene Zeiträume. Dabei ist es wichtig zu beachten, dass die verschiedenen Subkategorien innerhalb von Private Debt unterschiedliche Risiko/Rendite-Profile aufweisen. Mezzanine-Kapital ist typischerweise nachrangig und ungesichert und sollte – zumindest theoretisch – aufgrund des höheren Ausfallrisikos eine höhere Rendite erzielen als Senior Secured Debt. Das gleiche gilt für Distressed Debt, Venture Debt und Special Situations Lending, welche typischerweise ein höheres Risikopotenzial aufweisen.<sup>19</sup>

Gemäss Preqin (siehe Abbildung 16) wiesen Direct Lending Fonds (alle Fonds der Jahrgänge von 2005-2015) mit 9.4 % den niedrigsten Netto-Median-IRR<sup>20</sup> auf. Diese haben im Vergleich mit anderen Subkategorien das geringste Risiko mit einer Standardabweichung von 4.7 %. Am anderen Ende der Skala weisen Distressed Debt Funds einen mittleren Netto-IRR von 11.9 % auf, aber die Standardabweichung der Renditen beträgt 15.3 %, was auf ein höheres Risiko-Rendite-Profil hindeutet.

<sup>19</sup> Weiter gilt es anzumerken, dass internationale Studien die Performance üblicherweise in USD ausweisen. Deshalb ist ein Vergleich dieser Renditen mit den in Kapitel 5 erwähnten Renditeerwartungen nur bedingt möglich..

<sup>20</sup> IRR steht für Internal Rate of Return, auf Deutsch interner Zinsfuss; mit diesem Verfahren kann die mittlere, jährliche Rendite einer Investition berechnet werden.

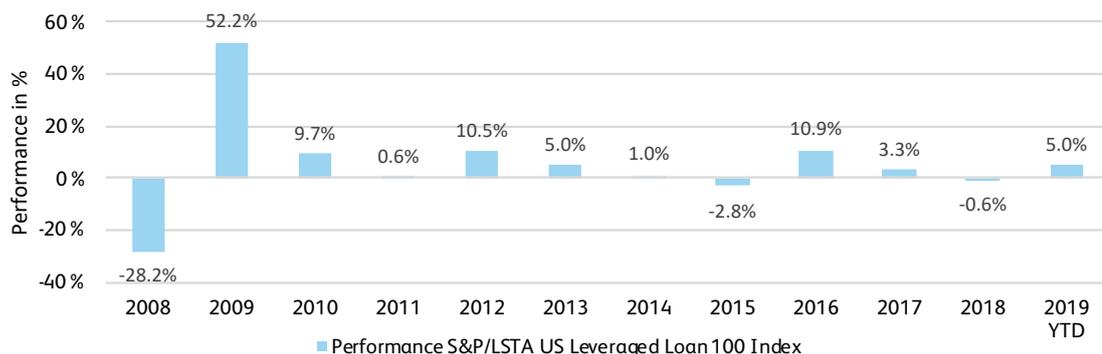
**Abb. 16: Risiko-Rendite-Profil Private Debt Fonds, Fonds Jahrgänge 2005-2015 (Prequin, 2019)**



Eine Schwierigkeit der Performancemessung von Private Debt besteht darin, dass die einzelnen Fonds oft gleichzeitig in verschiedene Subkategorien innerhalb von Private Debt investieren. Dafür gibt es verschiedene Gründe. Einerseits ist bei diesen breiter diversifizierten Fonds das Anlageuniversum für den Manager grösser. Dies vereinfacht die Investition in gute Transaktionen. Zudem sind die Renditemöglichkeiten höher als bei einem reinen Senior Secured Fonds, wo es auch grosse Konkurrenz von CLOs<sup>21</sup> gibt.

Konkret bedeutet es, dass ausschliesslich mit Senior Secured (und insbesondere First Lien Tranchen) die Performance der Direct Lending Fonds von 7.0-9.7 % nicht darstellbar ist. Es müssen in diesen Portfolios also auch risikoreichere Tranchen der Kapitalstruktur enthalten sein.

**Abb. 17: S&P/LSTA US Leveraged Loan 100 Index, 2007-2019 (S&P Dow Jones Indices Factsheet, online)**



<sup>21</sup> CLOs, «Collateralised Loans Obligations» sind Sekuritisationsvehikel, welche Pools von Leveraged Loans verwalten. CLOs sind finanziert durch verschiedene Tranchen. Die AAA Tranche macht typischerweise ca. 60-65 % aus, die AA Tranche 10-15 %, die A Tranche 6-8 %, die BBB Tranche 4-6 %, BB 4-6 % und Equity 9-10 %. Das Ziel eines CLOs ist es mit Hilfe der Investition in Leveraged Loans und «angemessener» Verpackung eine Überrendite zu Instrumenten mit einem vergleichbaren Rating zu erwirtschaften.

Abbildung 17 zeigt die Performance des S&P/LSTA US Leveraged Loans 100 Index, welcher die grössten US Leveraged Finance Facilities abbildet. Dabei handelt es sich hauptsächlich um Senior Secured Loans von 100 grösseren US Kreditfazilitäten. Der Index hat in den letzten 11 Jahren eine Performance von ca. 4.5 % p.a. erreicht. In den letzten fünf Jahren hat sich die Performance auf 3.2 % p.a. reduziert. Der Einbruch des Index um ca. 28 % während der letzten Finanzkrise in 2008 zeigt das Risiko dieser Anlageklasse auf. Der Index hat sich jedoch seither wieder erholt und mit einer Performance von ca. 52 % in 2009 war er ungefähr wieder auf dem Niveau vor der letzten Finanzkrise. Die folgende Abbildung 18 gibt einen Überblick über einige jüngere Studien zur Performance von Private Debt Fonds.

**Abb. 18: Performance von Private Debt Fonds**

(Datenquellen: Munday et al., 2018, Böni & Silins, 2019 und Preqin, 2019)

Verfasser	Datum Studie	Zeitraum der Analyse	Private Debt-Assetklasse	Netto IRRs
Preqin	02/2019	Median Netto IRRs Vintages 2005 – 2015	Direct Lending	9.4 %
			Mezzanine	9.9 %
			Venture Debt	10.7 %
			Distressed Debt	11.9 %
			Special Situations	11.8 %
Böni & Silins (Remaco)	01/2019	Netto IRRs Durchschnitt Vintages 1986 – 2016	Direct Lending	7 %
			Mezzanine	8 %
			Venture Debt	7 %
			Distressed Debt	11 %
			Special Situations	10 %
Munday et al. (Institute for Private Capital)	5/2018	Netto IRRs Durchschnitt Vintages 2004 – 2016	Direct Lending	9.7 %
			Direct Lending (ohne Mezz.)	11.8 %
			Mezzanine	7.7 %
			Distressed Debt	8.9 %
			Generalist	2.9 %
			NEC&Unknown	10.7 %

Ein wichtiger Faktor für die Performance ist das sogenannte «Vintage Year», das heisst das Jahr, in welchem ein Fonds aufgelegt wurde. Vintage Years sind deshalb wichtig, weil sich das risikofreie Zinsniveau, die Kreditrisikoprämien sowie die Rückzahlungsgeschwindigkeit in verschiedenen Zeiträumen stark unterscheiden. Zudem muss beachtet werden, dass auch Private Debt Fonds typischerweise eine sogenannte «J-Curve» durchleben. Die J-Curve beschreibt das Phänomen, dass am Anfang der Laufzeit eines Fonds die «wahre» Performance durch die Anlaufkosten des Fonds verzerrt werden. Das heisst, dass der Netto-IRR eines Fonds erst dann aussagekräftig ist, wenn er schon mindestens seit 2-3 Jahren aufgelegt wurde. Erst dann ist der Fonds investiert und die Gebühren beeinflussen die Rendite nicht zu sehr.<sup>22</sup> Das heisst aber auch, dass wenn man basierend auf historischen Daten auf die erwartete zukünftige Performance von Private Debt schliessen will, eine gewisse Vorsicht geboten ist. Dies insbesondere auch dann, wenn im Betrachtungszeitraum die Zinsen und Kreditmargen stark gesunken sind.

Bei der Betrachtung der in der Abbildung 18 aufgeführten Untersuchungen fällt auf, dass die von Böni &

<sup>22</sup> Daher misst z. B. Preqin (2019) – als einer der führenden Anbieter von Performancedaten – in deren jährlich erscheinenden Berichten nur die Performance der Private Debt Fonds bis zum Jahr 2015.

Silins berechneten Netto-IRRs tendenziell etwas tiefer sind als die Renditen der beiden anderen Untersuchungen. Böni & Silins haben im Gegensatz zu den anderen Erhebungen die IRR auf Basis vorhandener und verifizierter Cashflows – und nicht anhand selbst rapportierter Nettoanlagewerten – berechnet, was gemäss Ausführungen der Autoren zu den entsprechenden Unterschieden führt.

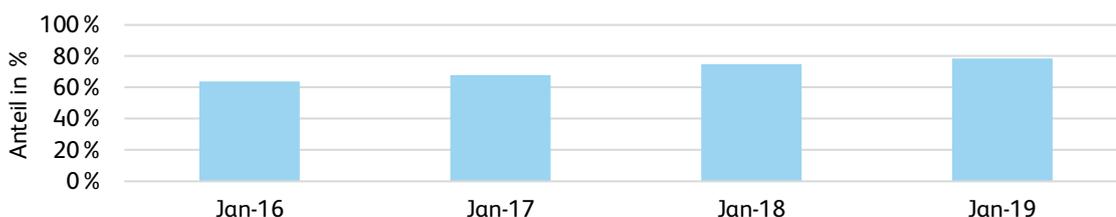
### 3.6 Wettbewerb und Kreditkonditionen

Die Assetklasse Private Debt hat sich in den letzten Jahren zu einem wichtigen Teil des Private Assets Marktes entwickelt. Die anhaltende Investitionsbereitschaft von Investoren in Private Debt hat zu grossen Kapitalzuflüssen in diese Anlageklasse geführt. Dank eines so starken Fundraising hatten die Fondsmanager erhebliche Mengen an Kapital zur Verfügung: Das Dry Powder erreichte im Juni 2018 gemäss Preqin<sup>23</sup> einen Rekordwert von USD 307 Mrd. Bei derart viel verfügbarem Kapital waren die Fondsmanager gezwungen, stärker um Investitionsmöglichkeiten zu konkurrieren, was zu einer Margen-Kompression bei den Zinssätzen und Verbesserung der Kreditkonditionen (aus Sicht der Emittenten) geführt hat.

Die Private Debt Fondsmanager stehen nicht nur in Konkurrenz zueinander, sondern auch im Wettbewerb mit anderen Investoren, die auf den Märkten für Leveraged Loans und High Yield Bonds aktiv sind, wie die Banken und CLOs. Dies verschärft den Druck auf diese Märkte und stellt eine zentrale Herausforderung für Private Debt Fonds dar. Die Mehrheit (54 %) der von Preqin Ende 2018 befragten Fondsmanager erlebte einen stärkeren Wettbewerb um Anlagemöglichkeiten als ein Jahr zuvor, während ein ähnlicher Anteil (53 %) der Fondsmanager voraussagte, dass der Wettbewerb um Investitionsmöglichkeiten die grösste Herausforderung für die Renditeentwicklung im Jahr 2019 sein werde.<sup>24</sup>

Stark zugenommen hat auch der Anteil der sogenannten Covenant-Lite Finanzierungen<sup>25</sup>, wie aus Abbildung 19 ersichtlich ist.

**Abb. 19: Anteil Covenant-Lite Finanzierungen U.S. Transaktionen, 2016-2019 (S&P Capital, 2019)**



Eine ähnliche Entwicklung ist auch aus den Daten von S&P ersichtlich, welche den Kreditspread im Verhältnis zum Leverage setzen.<sup>26</sup> Seit 2009 ist dieser Wert gesunken von ca. 148 bps auf ca. 75 bps Mitte

<sup>23</sup> Preqin, 2019.

<sup>24</sup> Preqin, 2019.

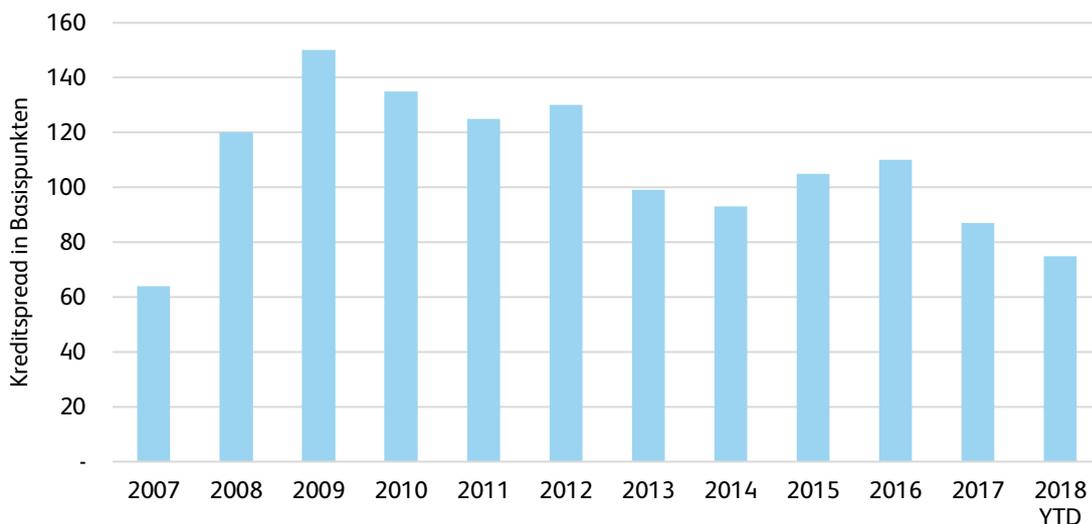
<sup>25</sup> Covenant-Lite Finanzierungen sind Finanzierungen, welche nur sehr wenige Kreditvertragsklauseln, sogenannte «Covenants» haben. Solche vereinbarten Kreditklauseln werden im Rahmen einer Kreditvereinbarung dann relevant, sobald ein bestimmtes Ereignis in der Zukunft auftritt. Typischerweise verfügen Covenant-Lite-Finanzierungen lediglich über sogenannte «Springing Covenants» auf den Revolving Credit Facilities («RCF»), das heisst den revolving Krediten. Ein Springing Covenant ist ein Mechanismus, welcher definiert, dass die Covenants erst zur Anwendung kommen, wenn ein gewisser Anteil (heute typischerweise 35-50 %) der RCF gezogen wurde.

<sup>26</sup> Ein Wert von beispielsweise 100 bps bedeutet, dass bei fünf Mal Leverage (gemessen an der Nettoverschuldung / EBITDA) eine Marge von 500 bps zur Anwendung kommt.

2018. Der Wert ist jedoch immer noch über dem Rekordtief vor der letzten Finanzkrise.

Kreditspreads sind jedoch nur ein Indikator für die Performance von Private Debt Fonds. Die effektive Performance ist der Spread minus die Ausfallverluste. Es wird sich erst zeigen, ob dieser Wert materiell unter den historischen Raten liegen wird.

**Abb. 20: Kreditspreads per Leverage US Leveraged Loans (S&P LCD, 2019)**



### 3.7 Entwicklung anderer Formen der Nicht-Banken Finanzierung

Neben den oben aufgelisteten Entwicklungen im Private Debt Markt im engeren Sinne finden weltweit verschiedene andere interessante Entwicklungen statt, die in einem weiteren Sinne ebenfalls unter Private Debt zu subsumieren sind. Auch die folgenden Entwicklungen führen zu einer Desintermediation des klassischen Bankensektors:<sup>27</sup>

1. **Starkes Wachstum des CLO Marktes:** Der CLO Markt ist seit der letzten Finanzkrise wieder stark gewachsen. Das jährliche CLO Neuemissionsvolumen in den USA hat seit dem Jahr 2010 von unter USD 5 Mrd. auf knapp USD 120 Mrd. zugenommen<sup>28</sup> und hat somit das höchste Neuemissionsvolumen in 2006 von ca. USD 95 Mrd. übertroffen. Auch in Europa – wenn auch auf bedeutend tieferen Niveau als in den USA – haben CLOs wieder vermehrt Geld aufgenommen. In 2017 betrug das europäische Neuemissionsvolumen ca. EUR 21 Mrd. im Vergleich zu unter EUR 2 Mrd. in 2011. Es bewegt sich jedoch immer noch unter den ca. EUR 36 Mrd. in 2006. CLOs sind daher wieder sehr bedeutend geworden. Gemäss S&P LCD haben die CLOs im «institutionellen» US-amerikanischen Markt (das heisst dem Markt der typischerweise grösseren und mit einem Rating versehenen Leveraged Loans) einen Marktanteil von rund 65 %. Dieser Anteil belief sich im Jahr 2011 noch auf rund 40 %. CLOs stellen insofern eine Konkurrenz zu Private Debt Fonds dar, da sich die Emittenten ab einer gewissen Grösse entscheiden können ein Rating zu erlangen, um

<sup>27</sup> Auf den weiter voranschreitenden Ausbau des öffentlich handelbaren, das heisst «Public», Marktes soll in dieser Studie nicht weiter eingegangen werden.

<sup>28</sup> S&P LCD, 2019.

damit für CLOs attraktiv zu werden.

2. Starkes Wachstum des Leasing Marktes: Der globale Leasing Markt ist weiterhin am Wachsen. Gemäss White Clarke ist das globale Leasing Neugeschäft im Jahr 2017 16.6 % auf USD 1'282 Mrd. gewachsen.<sup>29</sup> In 2007 hat das globale Neugeschäft noch USD 644 Mrd. betragen. Das Neugeschäft hat sich daher in den letzten zehn Jahren fast verdoppelt. Ein Teil des Leasingvolumens wird durch Banken finanziert, aber ein Grossteil wird durch firmeneigene Gesellschaften, sogenannte «Captives» (z. B. insbesondere im Automobilbereich), abgedeckt. Aus diesem Grund findet in diesem Bereich eine weitere Desintermediation des Bankensektors statt.
3. Die grossen internationalen Pensionskassen, respektive deren Pensionskassenmanager, haben selbst Teams und entsprechende Portfolien aufgebaut, welche in Private Debt investieren. Prominente internationale Beispiele sind – neben vielen anderen – der kanadische CPP Investment Board («CPPIB») oder der Singapurere Staatsfonds GIC. CPPIB Credit Investment Team investiert weltweit in den amerikanischen Leveraged Finance und Structured Credit Markt, in asiatische und pazifische Kreditmärkte (APAC), European Credit, Public Credit und Real Assets Credit. Im Leveraged Finance / Private Debt Bereich investiert CPPIB typischerweise USD 100 Mio. bis 1 Mrd. pro Transaktion, das heisst relativ grosse Transaktionen. Die anderen Kanadier wie CDPQ und PSP und andere haben auch Teams in diesem Bereich aufgebaut. GIC ist schon länger in dieser Assetklasse aktiv. GIC hat spezialisierte Teams angestellt, welche ausschliesslich in Private Debt investieren – sowohl in Asien als auch auf globaler Ebene. Ein europäisches Beispiel ist der Fondsmanager Hermes, welcher aus der Pensionskasse der British Telecom entstanden ist, und sehr aktiv in Private Debt in Grossbritannien und Europa investiert. Im Bereich Private Debt für Immobilien sind auch verschiedene Versicherungsgesellschaften aktiv tätig, dazu zählen zum Beispiel die amerikanische TIAA («Teachers Insurance and Annuity Association») oder die Allianz Gruppe.
4. Wachstum von Crowdlending/P2P Lending/Marketplace Lending.<sup>30</sup> Die Finanzierung von Unternehmen über Crowdlending-Plattformen hat insbesondere in den USA und Grossbritannien starke Verbreitung gefunden. In den USA betrug das Volumen von Marketplace Lending – welches in der USA der gebräuchlichste Begriff ist – im Jahr 2017 USD 1.45 Mrd. (2014: USD 1.0 Mrd.). Deutlich häufiger genutzt als Marketplace Lending wird in den USA jedoch das «Balance Sheet Business Lending», bei dem die Plattform direkt Kredite an Unternehmen vergeben kann. In diesem Modell hält die Online-Plattform die Finanzierung – in der Regel von einem institutionellen Investor oder einem Fonds – schon bereit. Dadurch entfällt eine Vermittlung zwischen Geldgeber und Geldnehmer und die Kreditfinanzierung kann häufig schneller abgewickelt werden (vgl. dazu auch Beispiel in der nachfolgenden Box zur Zusammenarbeit von Alcentra mit Funding Circle). Im Bereich «Balance Sheet Business Lending» wurden in den USA im Jahr 2017

---

<sup>29</sup> White Clarke, 2019.

<sup>30</sup> Im internationalen Kontext haben sich für die Kreditvergabe über Internet-Plattformen verschiedene Bezeichnungen durchgesetzt. In Grossbritannien wird oft von P2P Lending gesprochen. Sowohl in den USA wie auch in Grossbritannien hat sich in den letzten Jahren aber immer mehr der Begriff Marketplace Lending durchgesetzt. In der Schweiz und in Deutschland findet Crowdlending noch oft Verwendung.

Kredite im Umfang von USD 6.7 Mrd. vergeben (2014: USD 1.1 Mrd.). Die beiden Bereiche für die Unternehmensfinanzierung sind 2017 gegenüber dem Vorjahr um 9 %, respektive 12 % gewachsen. Die meisten Marketplace Lending-Plattformen bieten mittlerweile auch ein Balance Sheet Modell an. Insbesondere seit 2016 gab es eine deutliche Verschiebung weg vom klassischen Marketplace Lending und hin zum Balance Sheet Lending. In 2017 kamen drei Viertel des Unternehmensfinanzierungsvolumens von institutionellen Investoren.<sup>31</sup>

In Grossbritannien ist der Begriff des P2P Lending stärker verbreitet. Im Jahr 2017 wurden in diesem Sektor GBP 2.0 Mrd. vermittelt (2014: GBP 749 Mio.). Die Kreditaufnahme über Online-Plattformen ist insbesondere bei KMU sehr beliebt. Im Jahr 2017 wurden etwa 9.5 % aller neuen KMU-Kredite über Online-Plattformen abgewickelt. Dieser Wert lag im Jahr 2014 noch bei 3.3 % und 2012 bei lediglich 0.34 %. Insbesondere sehr kleine Unternehmen machen von dieser Finanzierungsmöglichkeit Gebrauch. Etwa 60 % der Finanzierungen über Crowdlending kommen in Grossbritannien von institutionellen Investoren. Neben dem Crowdlending ist in den letzten Jahren auch der Verkauf von Rechnungen über Plattformen, das sogenannte «Invoice Trading» stark gewachsen. Das Volumen lag im Jahr 2017 bei GBP 787 Mio. (2014: 270 Mio.).<sup>32</sup>

#### Case Study: Zusammenarbeit von Alcentra mit Funding Circle<sup>33</sup>

Eine interessante Entwicklung ist die Zusammenarbeit eines der führenden Private Debt Anbieters Alcentra mit einer der führenden Marketplace Lending-Plattformen Funding Circle. Im Herbst 2018 wurde bekanntgegeben, dass Funding Circle und Alcentra eine strategische Kooperation eingegangen sind, um in den nächsten drei Jahren bis zu USD 1 Mrd. in kleinere US-Firmen zu investieren. Die Kooperation ist insofern bemerkenswert, als dass Alcentra offensichtlich diesen Markt für kleinere Transaktionen in den USA als interessant ansieht. Zudem ist die Grösse der Transaktion substantiell. Seit der Gründung hat Funding Circle in den USA ca. USD 1.5 Mrd. vermittelt. Die Transaktion schafft somit Potenzial für weiteres starkes Wachstum von Funding Circle im US-Markt.

<sup>31</sup> University of Cambridge, 2018a.

<sup>32</sup> University of Cambridge, 2018b.

<sup>33</sup> Funding Circle/Alcentra, 2019.

### 3.8 Fazit

---

Zusammenfassend kann folgendes über den Private Debt Markt im internationalen Kontext festgehalten werden:

1. Preqin schätzt, dass im Juni 2018 USD 767 Mrd. durch Private Debt Fonds verwaltet wurden. In den letzten zehn Jahren betrug das Wachstum jährlich im Durchschnitt über 13%. Zudem geht Preqin davon aus, dass der Markt bis zum Jahr 2023 auf USD 1.4 Billionen wachsen wird. Das Wachstum wurde in der Vergangenheit insbesondere getrieben durch (a) das starke Wachstum des Private Equity, Private Real Estate und Private Infrastructure Geschäftes, (b) durch eine Zunahme von nicht-gesponsorten Transaktionen und (c) durch höhere Leverage-Ratios.
2. Im Unterschied zu den USA, wo der Anteil mit schätzungsweise 50% bedeutend höher ist, stellen nicht-gesponsorte Transaktionen in Europa immer noch lediglich ca. 20-25% aller Private Debt Transaktionen dar. Auch wenn der Marktanteil der Private Debt Anbieter im nicht-gesponsorten Bereich steigt, kann in Europa noch nicht von einem Durchbruch von Private Debt Anbietern im nicht-gesponsorten Bereich gesprochen werden. Dies hat mit verschiedenen Faktoren zu tun:
  - a. Nach einer Kontraktion des Kreditvolumens in den Jahren 2012 bis Mitte 2015 hat in Europa das Kreditvolumen wieder zugenommen. Zudem sind auch die Volumina im Euro Corporate Bond Markt weiter gestiegen.
  - b. Die Renditeanforderungen von Private Debt Fonds, respektive deren Investoren, bewegen sich gemäss Preqin weiterhin im Bereich von 9-11% p.a.<sup>34</sup>. Es gibt demzufolge weiterhin nur gewisse Situationen, bei welchen Unternehmen bereit sind solche hohen Zinsen zu zahlen.
3. Private Debt Fonds haben in den letzten Jahren eine gute Performance ausgewiesen. Direct Lending Fonds haben eine Netto-Rendite (IRR) von ca. 7.0-9.7% p.a. erzielt. Diese Renditen sind jedoch nur zu erwirtschaften, wenn diese Fonds neben Senior Secured Finanzierungen Tranchen mit höherem Risiko beifügen. Die höchste Rendite wiesen Distressed Debt Fonds auf mit 8.9-11.9% p.a.<sup>35</sup>.
4. Die globale Anzahl an Private Debt Investoren hat in den letzten Jahren zugenommen. Gemäss Preqin gab es per Januar 2018 mehr als 3'100 institutionelle Investoren, welche aktiv in Private Debt investieren oder Private Debt Fonds in Erwägung ziehen. Das sind 700 mehr als im Jahr 2017 und 1'200 mehr verglichen mit dem Jahr 2016.
5. Aufgrund der grossen Geldzuflüsse in den Private Debt Fonds Bereich hat der Wettbewerb untereinander aber auch mit anderen Anbietern von Leveraged Loans zugenommen. Viele Private Debt Wettbewerber sehen sich mit einer steigenden Konkurrenz und als Folge davon mit sinkenden Renditeerwartungen konfrontiert. Auch als Folge dieser Konkurrenz haben Covenant-Lite Finanzierungen stark zugenommen.
6. Andere Formen der Nicht-Banken-Finanzierungen sind stark auf dem Vormarsch. Wie in dieser Studie zusammengefasst, ist beispielsweise der globale CLO Markt wieder stark am Wachsen. Mit über

---

<sup>34</sup> Preqin, 2019.

<sup>35</sup> Vgl. hierzu insbesondere Institute for Private Capital, 2018, Böni & Silins, 2019; sowie Preqin, 2019.

USD 140 Mrd. CLO Neugeldaufnahme in den USA und Europa ist somit mehr Geld in den CLO Markt geflossen als zum Beispiel in Private Debt Fonds. Der Leasingmarkt, wo Nicht-Banken weiterhin an Bedeutung gewinnen, hat sich in den letzten zehn Jahren fast verdoppelt. Jährlich werden neue Volumen von ca. USD 1.3 Billionen neu abgeschlossen. Internationale Pensionsfonds treten direkt mit eigenen Teams im Private Debt Markt in Konkurrenz zu etablierten Private Debt Fonds. Darüber hinaus ist auch der FinTech Sektor im Bereich Crowdfunding/Marketplace Lending stark am Wachsen und es entstehen Kooperationen zwischen etablierten Private Debt Anbietern und entsprechenden Plattformen.

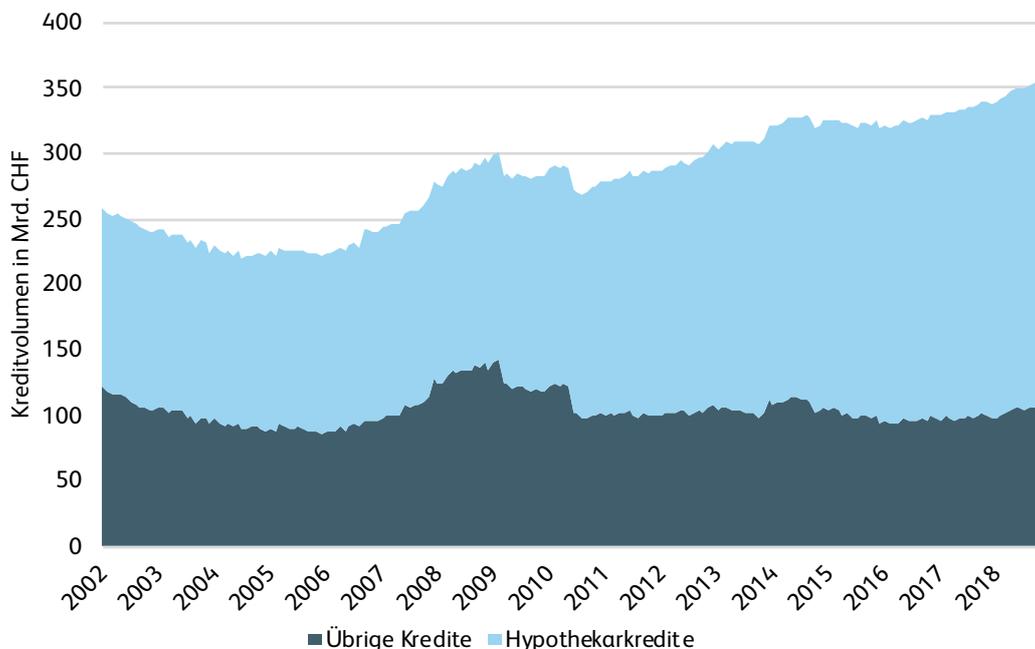
In den folgenden Abschnitten wird betrachtet, ob und inwiefern diese Tatsachen auch auf den Schweizerischen Private Debt Markt zutreffen. Oft wird in der Schweiz die These vertreten, dass die Schweizer Banken die lokalen Unternehmen nicht hinreichend mit Krediten versorgen. Auch wird angeregt, dass Private Debt Fonds diese Lücke schliessen könnten, da diese flexibler und insbesondere nicht durch Kapitalvorschriften eingeschränkt seien. Daher wird nachfolgend näher auf den Kreditmarkt Schweiz eingegangen.

## 4 Schweizerischer Bankkreditmarkt und Sicht Geldnehmer

### 4.1 Übersicht Schweizer Bankkreditmarkt

Bankkredite stellen für Schweizer Unternehmen nach wie vor die bedeutendste Quelle für Fremdfinanzierungen dar. Die Schweizerische Nationalbank erhebt seit 2002 regelmässig Daten zum Kreditvolumen in der Schweiz. Per Dezember 2018 war ein Kreditvolumen von CHF 355 Mrd. an Schweizer Unternehmen ausstehend. Den Hauptbestandteil bilden Hypothekarkredite mit CHF 251 Mrd., während CHF 105 Mrd. auf übrige Kredite entfallen (siehe Abbildung 21).

Abb. 21: Bankkredit-Volumen an Unternehmen in der Schweiz, 2012-2018  
(Datenquelle: Schweizerische Nationalbank, online)

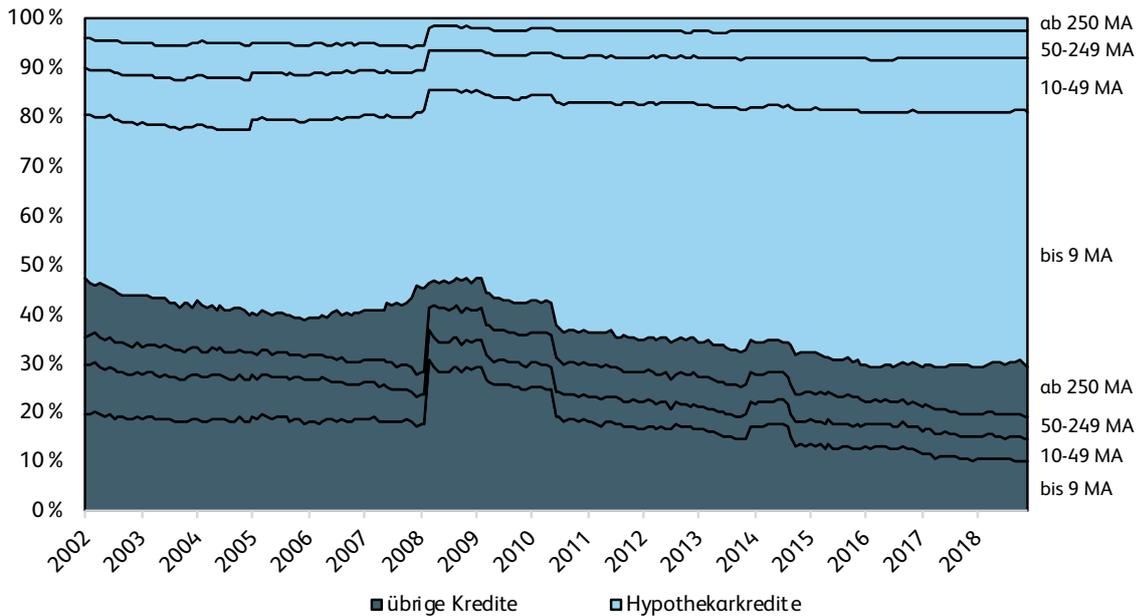


Die Hypothekarkredite sind der wesentliche Treiber hinter dem Kreditwachstum der letzten Jahre. Seit Ende 2005 erhöhte sich deren Volumen um CHF 115 Mrd. oder 4,8 % pro Jahr. Die übrigen Kredite bewegten sich im selben Zeitraum jeweils um die CHF 100 Mrd. und haben seit Ende 2005 um insgesamt CHF 19 Mrd. zugenommen, was einem Wachstum von nur 1,5 % pro Jahr entspricht. Gemäss einer vom IFZ durchgeführten Studie zur Finanzierung der KMU in der Schweiz dürfte diese Entwicklung nebst den steigenden Immobilienpreisen auf die attraktiven Konditionen von Hypotheken zurückzuführen sein. Demnach haben rund ein Drittel der befragten KMU angegeben, dass sich die Zinskonditionen für Hypothekarfinanzierungen signifikant verbessert haben. Lediglich 13 % aller KMU erfuhren eine Verbesserung der Kreditkonditionen für übrige Bankkredite.<sup>36</sup>

<sup>36</sup> Hochschule Luzern/SECO, 2017.

Eine detaillierte Betrachtung des Kreditvolumens nach Unternehmensgrösse (siehe Abbildung 22) zeigt per Ende 2018, dass 87 % des Gesamtvolumens aus Krediten an Unternehmen mit weniger als 249 Mitarbeitenden besteht. KMU sind damit der wichtigste Nachfrager nach Unternehmenskrediten. Im Weiteren ist ersichtlich, dass Hypothekarkredite an kleine Unternehmen bis neun Mitarbeitenden einen wachsenden Anteil des Kreditvolumens darstellen.

**Abb. 22: Entwicklung relative Anteile Hypothekarkredite und übrige Kredite nach Unternehmensgrösse, 2002-2018**  
(Datenquelle: Schweizerische Nationalbank, online)



Zur Finanzierung von Schweizer KMU hat das Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern – Wirtschaft zusammen mit dem Staatssekretariat für Wirtschaft SECO im Juni 2017 eine Studie publiziert. Die Studie basiert auf einer für Schweizer KMU repräsentativen Stichprobe von 1'922 Schweizer Unternehmen mit mehr als zwei und weniger als 250 Beschäftigten. Insgesamt gibt es in der Schweiz 584'624 KMU, die rund 3 Mio. Mitarbeitende beschäftigen.<sup>37</sup>

#### 4.2 Finanzierungssituation und Finanzierungsformen

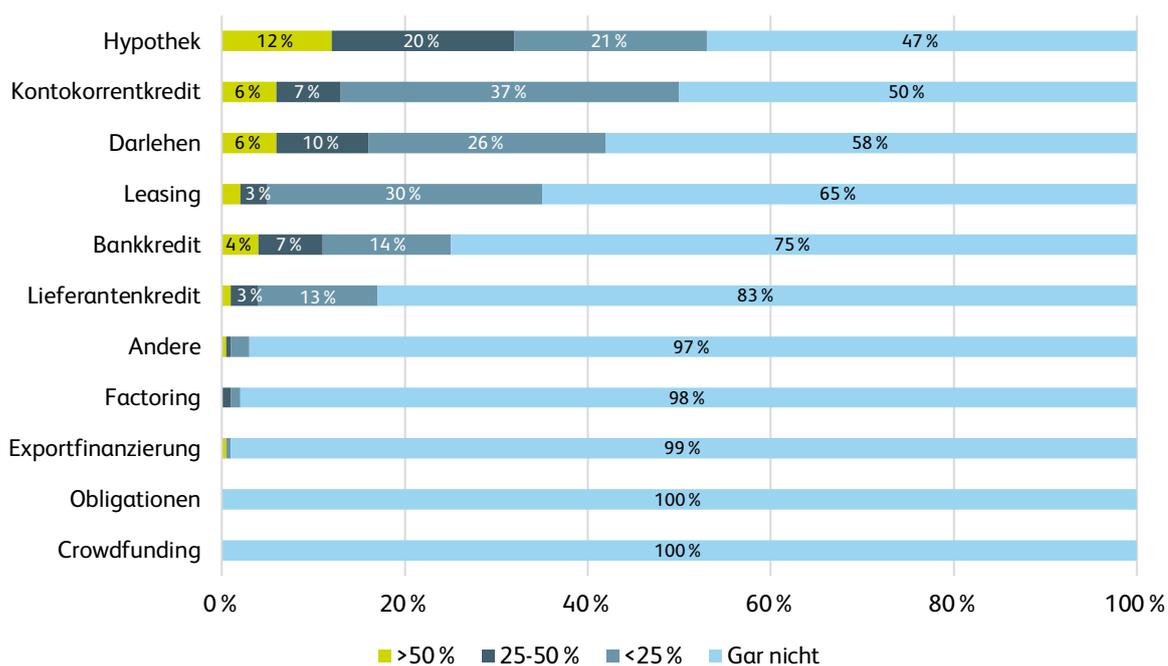
In der Schweiz greifen nur rund 38 % aller KMU auf Fremdfinanzierung zurück, wobei diese von Banken und/oder aus anderen Finanzierungsquellen stammen kann. Dies bedeutet auch, dass die Mehrheit der Unternehmen über keine Fremdfinanzierung verfügt. Wenn eine Fremdfinanzierung benötigt wird, greifen die KMU vor allem auf Bankfinanzierungen zurück. Von anderen Formen der Fremdfinanzierung wird nur selten Gebrauch gemacht, ihr Anteil liegt lediglich bei einem einstelligen Prozentsatz.<sup>38</sup>

<sup>37</sup> BFS, 2018, online.

<sup>38</sup> Hochschule Luzern/SECO, 2017.

Aus Abbildung 23 kann ersehen werden, dass Hypotheken und Kontokorrentkredite die bedeutendsten Fremdkapitalquellen der Schweizer KMU darstellen. Mehr als die Hälfte der Unternehmen mit Fremdfinanzierung gibt an, sich über eine Hypothek zu finanzieren. Von diesen Unternehmen mit Hypothek gibt rund ein Viertel an, dass diese Finanzierungsform mehr als 50 % ihrer Bilanzsumme ausmacht – dies entspricht rund 12 % derjenigen KMU mit Fremdfinanzierungen. Bei den restlichen Unternehmen mit Hypothek beträgt deren Anteil weniger als die Hälfte der Bilanzsumme – was rund 41 % der KMU mit Fremdfinanzierungen entspricht.

**Abb. 23: Anteil verschiedener Finanzierungsformen in Prozent der Bilanzsumme (Hochschule Luzern/SECO, 2017)**



Kontokorrentkredite hingegen werden von Schweizer KMU zwar oft benutzt, haben aber innerhalb der Bilanzstruktur eine geringere Bedeutung. Nur bei 13 % der KMU hat der Kontokorrentkredit einen Anteil von einem Viertel oder mehr an der Bilanzsumme. Darlehen (von Familie, Bekannten, Aktionären oder Partnerunternehmen) und Leasing sind zwei weitere wichtige Finanzierungsformen für KMU, denn 42 % der befragten Unternehmen greifen auf Darlehen und 36 % auf Leasing zurück.<sup>39</sup>

Weitere Finanzierungsformen, wie beispielsweise Exportfinanzierungen, Factoring oder Crowdfunding spielen lediglich eine untergeordnete Rolle und werden nur vereinzelt eingesetzt. So beträgt das Crowdfunding-Volumen im Bereich der KMU-Kredite in der Schweiz im Jahr 2018 rund CHF 134 Mio.

Im Vergleich über mehrere Jahre ist eine Abnahme des Anteils an Unternehmen mit Bankkredit zu verzeichnen, was auch in den Nachbarländern Italien, Deutschland, Frankreich und Österreich feststellbar ist. In der Schweiz ist dies jedoch je nach Branche unterschiedlich. Während Kredite bei KMU in der In-

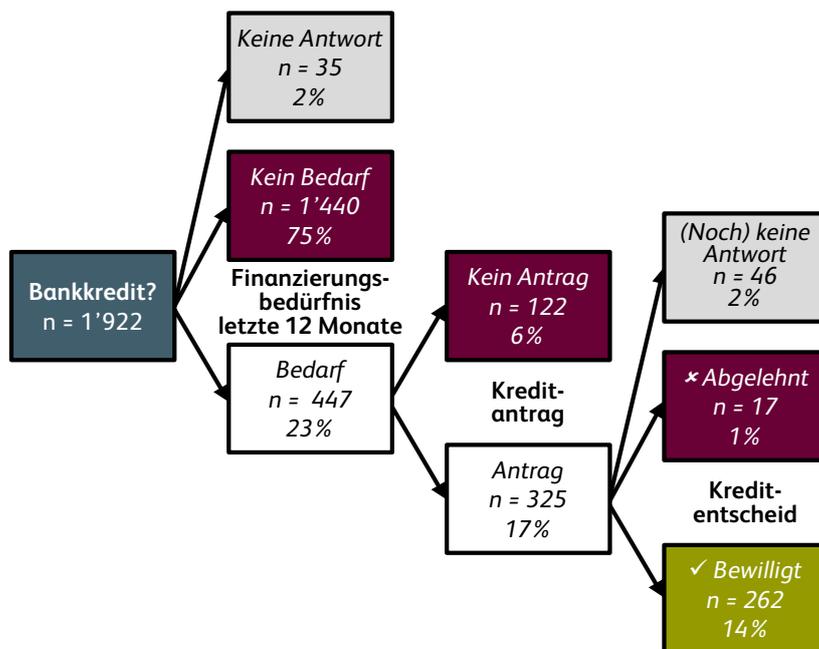
<sup>39</sup> Hochschule Luzern/SECO, 2017.

dustrie und im Handel eine wichtige Rolle spielen, hängen Dienstleistungsunternehmen und das Baugewerbe weniger von Bankkrediten ab.<sup>40</sup>

### 4.3 Finanzierungsprozess und -bedürfnis

In der Studie der Hochschule Luzern – Wirtschaft und dem SECO wurde der Kreditvergabe-Prozess in drei Schritte unterteilt. Dieses Vorgehen erlaubte es, auch Unternehmen zu berücksichtigen, die gar kein Finanzierungsbedürfnis haben oder keinen Kreditantrag stellen. In Abbildung 24 ist die Stichprobe von 1'922 Unternehmen aufgrund des Finanzierungsbedürfnisses in den vergangenen zwölf Monaten vor der Erhebung Ende 2016 dargestellt. Knapp ein Viertel der befragten Unternehmen hat ein Finanzierungsbedürfnis. Von denjenigen Unternehmen mit Finanzierungsbedürfnis haben jedoch rund 27 % aus verschiedenen Gründen keinen Kreditantrag gestellt.

Abb. 24: Übersicht über Kreditvergabe-Prozess und Anzahl Unternehmen pro Gruppe (Hochschule Luzern/SECO, 2017)<sup>41</sup>



Rund 17 % haben jedoch in den zwölf Monaten vor der Umfrage eine Neufinanzierung oder eine Erneuerung eines bestehenden Kredites beantragt. Rund 5 % der Unternehmen, die einen Kreditentscheid auf ihr Gesuch hin erhielten, wurde der Kredit verwehrt. In 81 % der Fälle war der Kreditentscheid positiv. Anhand dieser Stichprobe lässt sich festhalten, dass insgesamt rund 59 % der KMU mit einem Finanzierungsbedürfnis (inkl. derer, welche keinen Antrag gestellt haben) einen Kredit bewilligt erhalten haben.<sup>42</sup>

<sup>40</sup> Hochschule Luzern/SECO, 2017.

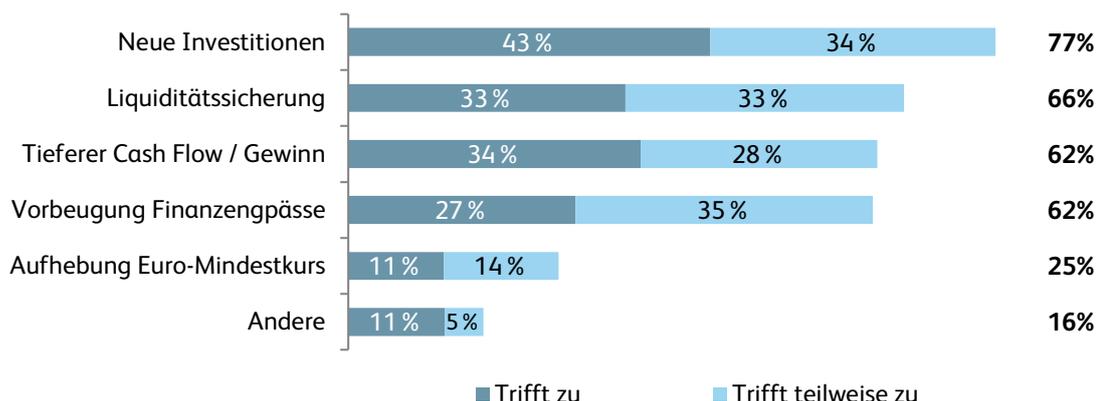
<sup>41</sup> Die prozentualen Angaben in der Abbildung beziehen sich auf die gesamte Anzahl der befragten Unternehmen (d.h. 1'922). Zur Illustration: die 262 bewilligten Kredite machen 14 % der 1'922 befragten Unternehmen aus. Der Anteil der bewilligten Kreditanträge im Verhältnis zu den eingegangenen Kreditanträgen ist  $262/325 = 80\%$ .

<sup>42</sup> Hochschule Luzern/SECO, 2017.

Mit den erhobenen Daten kann auch betrachtet werden, welche KMU einen im Mehrjahresvergleich erhöhten Finanzierungsbedarf aufweisen. Bei Unternehmen mit einer bestehenden Bankfinanzierung weist rund jedes vierte Unternehmen ein wachsendes Finanzierungsbedürfnis in den letzten zwölf Monaten auf. Werden die Exportaktivitäten in die Betrachtung miteinbezogen, so gibt es Hinweise darauf, dass exportierende Unternehmen eher ein wachsendes Finanzierungsbedürfnis aufweisen als nicht-exportierende Unternehmen. Und insbesondere Unternehmen, die in den letzten zwölf Monaten vor der Erhebung einen Umsatzrückgang zu verzeichnen hatten, weisen einen erhöhten Finanzierungsbedarf auf. Ebenso kann ein Zusammenhang mit der Höhe der erwarteten zukünftigen Umsatzentwicklung festgestellt werden. Unternehmen mit erwarteten Umsatzveränderungen von mehr als 10 % zeigen eine mehr als doppelt so hohe Wahrscheinlichkeit für einen erhöhten Finanzierungsbedarf verglichen mit KMU, welche konstant bleibende Umsätze erwarten.<sup>43</sup>

Das steigende Finanzierungsbedürfnis kann auf verschiedene Faktoren zurückgeführt werden. Abbildung 25 stellt die entsprechenden Gründe grafisch dar.

**Abb. 25: Gründe für zunehmenden Finanzierungsbedarf**  
(Hochschule Luzern/SECO, 2017)



Drei Viertel der KMU mit Finanzierungsbedarf geben an, dass neue Investitionen ausschlaggebend sind. Weitere relevante Ursachen für den Finanzierungsbedarf sind die Liquiditätssicherung und tiefere Cash Flows beziehungsweise tiefere Gewinne. Dies trifft auf jeweils zwei Drittel der befragten Unternehmen zu. Die Aufhebung des Euro-Mindestkurses scheint eine untergeordnete Rolle gespielt zu haben.<sup>44</sup>

#### 4.4 Fazit

Der Markt für nicht-hypothekarisch-gesicherte KMU-Unternehmenskredite von Banken in der Schweiz hatte per Ende Dezember 2018 ein Volumen von CHF 68 Mrd. 53 % dieses Volumens geht dabei auf Mikrounternehmen mit weniger als zehn Beschäftigten zurück.

Gemäss der durchgeführten Studie zur Finanzierung von KMU hat sich die Finanzierungsstruktur von Schweizer KMU in den vergangenen acht Jahren nur wenig verändert. Nach wie vor finanzieren sich fast

<sup>43</sup> Hochschule Luzern/SECO, 2017.

<sup>44</sup> Hochschule Luzern/SECO, 2017.

zwei Drittel der Unternehmen ausschliesslich über Eigenkapital. 38 % der KMU nutzen auch Fremdkapital. Dabei sind Hypotheken, Kontokorrentkredite, Darlehen und Leasing die wichtigsten Fremdkapitalquellen.

Bankfinanzierungen sind und bleiben trotz eines sich verstärkt abzeichnenden Desintermediationstrends noch immer die zentrale Finanzierungsform. Insbesondere KMU sind stark von einem gut funktionierenden Kreditmarkt abhängig, da Alternativen zu Bankfinanzierungen für sie nur in einer sehr beschränkten Masse verfügbar (z. B. Markt für Obligationen) oder noch wenig bekannt sind (z. B. Crowdfunding).

Ganz generell kann festgehalten werden, dass der Kreditzugang hierzulande anscheinend gut funktioniert. Dies lässt sich unter anderem auch aus der tiefen Kreditablehnungsrate von lediglich 5 % ablesen.

Schweizer KMU scheinen grundsätzlich zufrieden zu sein mit ihren Bankbeziehungen. Nur 2 % der Unternehmen haben im vergangenen Jahr ihre Hausbank gewechselt. Lediglich 3 % planen einen solchen Wechsel in den nächsten zwölf Monaten, wobei hier anzumerken ist, dass in dieser Statistik der mögliche Wechsel zu einer Nicht-Banken-Finanzierung nicht eingeschlossen ist. Erstaunlich ist auch, dass Unternehmen zwecks Kreditfinanzierung nur wenige Offerten einholen und sich offensichtlich stark auf das eingespielte Verhältnis mit ihrer Hausbank verlassen.

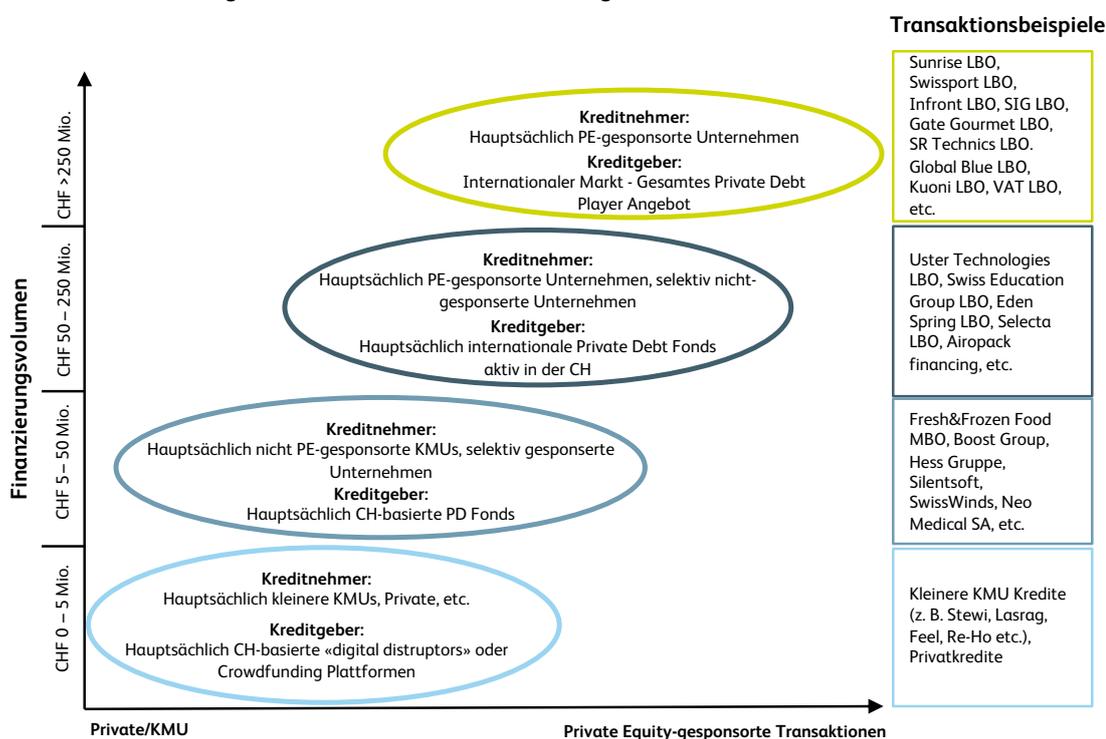
Vor dem Hintergrund dieser Erkenntnisse stellt sich die Frage, wie gross das Marktpotential für alternative Anbieter, einschliesslich Private Debt ist. Der folgende Abschnitt befasst sich mit dem Private Debt Markt Schweiz.

## 5 Private Debt Markt Schweiz

### 5.1 Klassifizierungsansatz

Jeder internationale Private Debt Markt weist bedeutende regionale Unterschiede auf. Nach Einschätzung der Autoren kann der Schweizer Private Debt Markt gemäss der Definition von Private Debt im engeren Sinne<sup>45</sup> in die in Abbildung 25 dargestellten vier Segmente unterteilt werden.<sup>46</sup>

Abb. 26: Klassifizierung Private Debt Markt Schweiz im engeren Sinne<sup>47</sup>



Im grossen Finanzierungsegment (> CHF 250 Mio.) dominieren weiterhin die Private Equity-gesponsorten Transaktionen. Im mittelgrossen (CHF 50 – 250 Mio.) Segment finden ebenfalls hauptsächlich Private Equity-gesponsorte Transaktionen statt. Im kleineren bis mittelgrossen Segment überwiegen die privaten, nicht-gesponsorten Transaktionen. Im kleinen und Microsegment werden hauptsächlich kleinere KMU und Private finanziert.

<sup>45</sup> Nicht enthalten in dieser Klassifizierung sind gemäss Definition von Private Debt im engeren Sinne insbesondere Hypothekar- und andere Immobilienfinanzierungen, Infrastrukturfinanzierungen und Finanzierungen der öffentlichen Hand, Schuldscheindarlehen sowie Rohstofffinanzierungen.

<sup>46</sup> Gemäss Abbildung 26 werden für diese Studie nur Transaktionen mit einem Schweizer Zielunternehmen betrachtet. Die durch Schweizer Private Equity Fonds gekauften ausländische Unternehmen werden fast ausschliesslich von internationalen Banken und ausländischen Private Debt Fonds finanziert.

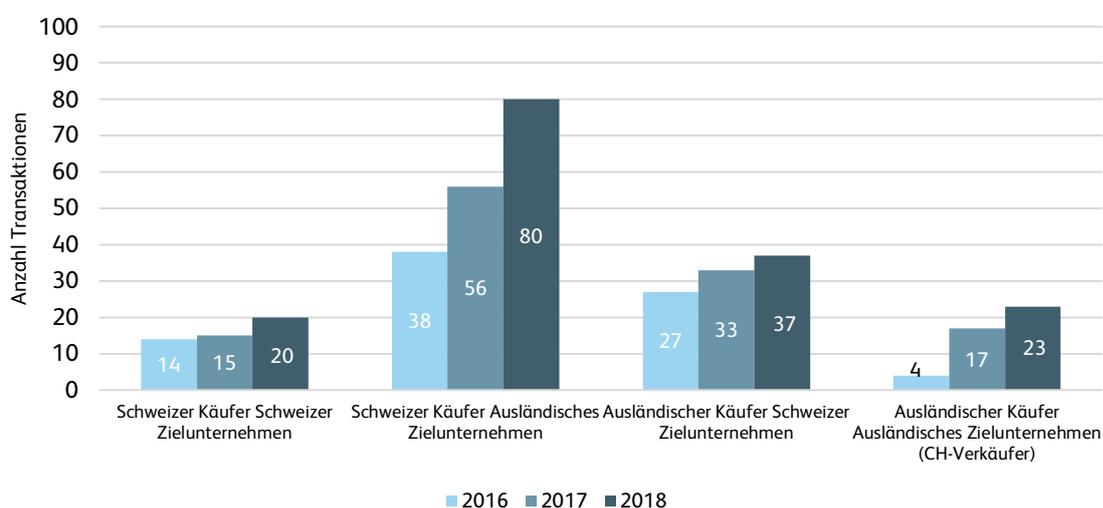
<sup>47</sup> Unter «digital disruptors» werden Start-ups verstanden, welche versuchen mit Hilfe neuer, disruptiver Technologien den Bankenmarkt zu desintermedieren.

## 5.2 Marktgrösse

Zur Abschätzung der Marktgrösse von Private Debt in der Schweiz existieren keine verlässlichen Daten. Die Transaktionen sind per Definition privat und somit fehlen meist genaue Angaben über Finanzierungshöhe oder -konditionen. Zudem geben nur gewisse Mitspieler in diesem Markt Fondsvolumen und weitere Angaben an. Es muss daher mit Schätzungen gearbeitet werden. Eine wichtige Kenngrösse ist dabei die Anzahl Transaktionen.

Wie untenstehende Abbildung 27 zeigt, hat die Anzahl Private Equity Transaktionen mit Schweizer Zielunternehmungen gemäss KPMG von 41 Transaktionen in 2016 auf 57 Transaktionen in 2018 zugenommen (CAGR 17.9%).

**Abb. 27: Anzahl Private Equity Transaktionen Schweiz, 2016-2018**  
(KPMG, 2019)



Gemäss Schätzungen der Autoren und auf Basis der im Rahmen dieser Untersuchung geführten Interviews unterteilen sich die Private Equity Transaktion mit Schweizer Zielunternehmungen (im Durchschnitt der letzten 3 Jahre) wie folgt:

- **Grosse Transaktionen** mit einem Gesamtwert von mehr als CHF 500 Mio. und einem Fremdfinanzierungsvolumen von mehr als CHF 250 Mio.:  
Durchschnittlich ca. 1 Transaktion p.a.
- **Mittelgrosse Transaktionen** mit einem Gesamtwert zwischen CHF 100 Mio. und CHF 500 Mio. und einem Fremdfinanzierungsvolumen zwischen CHF 50 Mio. und CHF 250 Mio.:  
Durchschnittlich ca. 3-7 Transaktionen p.a.
- **Kleinere bis mittelgrosse Transaktionen** mit einem Gesamtwert zwischen CHF 10 Mio. und CHF 100 Mio. und einem Fremdfinanzierungsvolumen zwischen CHF 5 Mio. und CHF 50 Mio.:  
Durchschnittlich ca. 15-20 Transaktionen p.a.
- **Kleine Transaktionen** mit einem Gesamtwert zwischen CHF 1 Mio. und CHF 10 Mio. und einem

Fremdfinanzierungsvolumen zwischen CHF 0.5 Mio. und CHF 5 Mio.:  
Durchschnittlich ca. 15-20 Transaktionen p.a.

- **Microtransaktionen** mit einem Gesamtwert von weniger als CHF 1 Mio. und einem Fremdfinanzierungsvolumen von weniger als CHF 0.5 Mio.:  
Viele Transaktionen

Nachfolgend werden die Eigenheiten der einzelnen Segmente und deren Eigenheiten näher beschrieben:

### **Grosse Transaktionen**

mit einem Fremdfinanzierungsvolumen von mehr als CHF 250 Mio.

Obwohl jährlich durchschnittlich nur ca. eine grosse Private Equity Transaktion mit Zielunternehmen in der Schweiz und einem Finanzierungsvolumen von mehr als CHF 250 Mio. stattfindet, ist der Private Equity-gesponsorte Private Debt Markt volumenmässig der grösste. Grosse Schweizerische LBO Transaktionen haben Fremdfinanzierungsvolumen von typischerweise ca. CHF 250 Mio. bis CHF 1.5 Mrd. Erfahrungsgemäss wird – mit Ausnahme von Finanzierungen über den Kapitalmarkt in Form von High-Yield Bonds – bei diesen grossen Transaktionen im Durchschnitt rund 40 % an Private Debt Fonds syndiziert.

Unter der Annahme, dass pro Jahr ca. eine grosse Transaktion mit einem durchschnittlichen Volumen von CHF 250 Mio. bis CHF 1.5 Mrd. in der Schweiz stattfindet und ca. 40 % an Private Debt Fonds syndiziert werden, beträgt das durchschnittliche Private Debt Volumen CHF 100-600 Mio. pro Jahr. Unter der Annahme eines durchschnittlichen jährlichen Volumens von ca. CHF 350 Mio. und einer durchschnittlichen Laufzeit von 4 Jahren (gewichteter Durchschnitt) ergibt sich ein Private Debt Kreditvolumen im grossen Segment von ca. CHF 1.4 Mrd.

Dieser Wert ist starken Schwankungen unterworfen, abhängig von der Anzahl Private Equity-gesponsorierter Transaktionen. Als Beispiel: Anfangs 2015, als sowohl Global Blue, Selecta, Swissport, Sunrise, SIG und andere Unternehmen in Private Equity Händen waren, dürfte der Wert gar noch höher gewesen sein. Zudem ist dieser Wert sehr davon abhängig, wieviele dieser Transaktionen ein Rating haben, weil dann ein sehr grosser Anteil an CLOs syndiziert wird.

Im nicht-gesponserten Bereich sind Private Debt Fonds typischerweise in der Schweiz wenig aktiv. Dies weil es sehr wenige bis keine Unternehmungen in dieser Grössenordnung gibt, welche grosse syndizierte Kredite beanspruchen, die nicht durch den Bankenmarkt absorbiert werden oder welche sich nicht durch den Kapitalmarkt finanzieren können.

### **Mittelgrosse Transaktionen**

mit einem Fremdfinanzierungsvolumen zwischen CHF 50 Mio. und CHF 250 Mio.

Im mittleren Segment, das heisst einem Finanzierungsvolumen von ca. CHF 50 Mio. bis CHF 250 Mio., finden in der Schweiz pro Jahr ca. 3-7 Transaktionen statt. Dabei handelt es sich um LBO Transaktionen, gesponsert durch grössere Schweizer Private Equity Firmen (z. B. Partners Group, Capvis) aber auch ausländische in der Schweiz aktive grössere Sponsoren (z. B. EQT, Argos Wityu, Gilde, etc.). Die meisten dieser Transaktionen finden jedoch am unteren Ende, das heisst bei Finanzierungsvolumen von unter CHF 100 Mio. statt.

Der grösste Teil dieser Finanzierungen wird durch Banken entweder als Bankenklubdeals, sogenannte «Club Deals», arrangiert oder garantiert und danach syndiziert, sogenannte «Underwritten Deals». Vor allem bei grösseren Finanzierungen im mittelgrossen Bereich mit einem Finanzierungsvolumen von mehr als CHF 150 Mio. werden Teile der Tranchen, insbesondere des nicht-amortisierenden sogenannten «Term Loan B» oder «Second Lien», typischerweise auch an Private Debt Fonds weitergegeben. Ein Beispiel für eine Transaktion mit einem Volumen von mehr als CHF 150 Mio. ist die im Jahr 2014 durchgeführte LBO Transaktion bei Selecta, welche von KKR Debt mitfinanziert wurde.

Unter der Annahme, dass pro Jahr eine Transaktion ein durchschnittliches Volumen von CHF 150 Mio. und mehr hat und ca. 50 % an Private Debt Kapitalgeber syndiziert wird, beträgt das durchschnittliche Private Debt Volumen ca. CHF 75 Mio. pro Jahr. Wie oben erläutert, gehen die Autoren dieser Studie davon aus, dass die anderen Transaktionen in diesem Grössenbereich eher unter CHF 100 Mio. sind und daher momentan hauptsächlich vom Bankenmarkt absorbiert werden.

Neben dem Bankenmarkt existiert auch ein kleinerer Direct Lending Markt. In diesem Markt finanzieren Fonds direkt ohne Banken entweder «all senior» oder typischerweise als Unitranche. Gemäss Deloitte (Alternative Capital Solutions) fanden in der Schweiz in den letzten fünf Jahren jedoch durchschnittlich nur ca. zwei Transaktionen statt. Unter der Annahme, dass es in der Schweiz pro Jahr ca. eine Unitranche Finanzierung von mehr als CHF 50 Mio. gibt, ergibt sich ein zusätzliches jährliches Volumen von CHF 50 Mio.

Zudem finden sporadisch Mezzanine Finanzierungen von mittelgrossen Private Equity Transaktionen statt. Mezzanine Finanzierungen waren aber in den letzten Jahren stark rückläufig, da diese typischerweise durch sogenannte First Lien und Second Lien Strukturen abgedeckt wurden. Die Autoren schätzen, dass in diesem Segment in der Schweiz momentan nur noch eine Mezzanine Transaktion mit einem Volumen von ca. CHF 20 Mio. bis CHF 30 Mio. pro Jahr gemacht wird.

Im nicht Private Equity-gesponserten Bereich gibt es im mittelgrossen Segment auch vereinzelt Transaktionen. Es wird angenommen, dass pro Jahr eine Transaktion mit einem durchschnittlichen Volumen von CHF 50 Mio. stattfindet.

Insgesamt schätzen die Autoren das jährliche Transaktionsvolumen in diesem mittelgrossen Segment daher auf CHF 195 Mio. bis CHF 205 Mio. Aufgrund des kleinen Marktes ist dieser Betrag starken Schwankungen ausgesetzt. Unter der Annahme eines durchschnittlichen jährlichen Volumens von CHF 200 Mio. und einer durchschnittlichen Laufzeit von 4 Jahren (gewichteter Durchschnitt einschliesslich Refinanzierung), ergibt sich ein durchschnittliches Private Debt Kreditvolumen für Schweiz basierte Unternehmen im mittleren Bereich von CHF 800 Mio.

**Case Study: Finanzierung der Airopack Technology Group durch Apollo Global**

Das wahrscheinlich prominenteste Beispiel ist die im Dezember 2015 durchgeführte «Senior Secured Finanzierung» mit einem Volumen von EUR 80 Mio. von der an der Schweizer Börse kotierten Airopack Technology Group AG («Airopack») durch Apollo Global, einem der grössten international tätigen Private Debt Fonds. Diese Finanzierung diente insbesondere dazu, das weitere Wachstum der Airopack Gruppe zu finanzieren und gleichzeitig einen Joint Venture-Partner auszukaufen. Der Grund, dass die Finanzierung durch einen Private Debt Fonds und nicht durch eine Bank erfolgte, liegt insbesondere daran, dass Airopack zum Zeitpunkt der Finanzierung noch im Aufbau war und dadurch das Geschäft noch materielle Verluste aufwies.

Offensichtlich war der Leverage aber zu hoch: Seit Ende 2018 befindet sich die Gesellschaft in Verhandlungen mit den Fremdkapitalgebern betreffend einer fundamentalen Restrukturierung, welche aber noch nicht abgeschlossen werden konnte. Am 2. März 2019 wurde bekanntgegeben, dass die Fremdkapitalgeber ein Verfahren eröffnet haben, um gewisse verpfändete Tochterunternehmen zu übernehmen. Der Aktienkurs ist seit Ende 2015 von CHF 12.3 auf CHF 0.07 per 28. Mai 2019 gefallen.

**Kleinere bis mittelgrosse Transaktionen**

mit einem Fremdfinanzierungsvolumen zwischen CHF 5 Mio. bis CHF 50 Mio.

Dieses Segment des Kreditmarktes stellt ein Kerngeschäft der Schweizer Banken dar. Sowohl die grossen Universalbanken UBS und Credit Suisse als auch alle anderen Banken wie die Kantonal- und die Raiffeisenbanken sowie selektiv auch Privatbanken und übrige Banken sind in diesem Geschäft aktiv. Zudem sind in den letzten Jahren ausländische Banken in diesem Segment aktiv geworden. Ein prominentes Beispiel ist der Markteintritt der Deutschen Commerzbank. Gemäss Abschnitt 4.1 gehen die Autoren davon aus, dass das nicht-hypothekarisch gesicherte Kreditvolumen im Bereich der Kredite an Unternehmen mit 50-249 Mitarbeitenden ca. CHF 17.5 Mrd. ausmacht.

Die Banken sind dabei sowohl bei der Finanzierung von KMU aktiv, als auch bei der Finanzierung von Private Equity-gesponsorten Transaktionen. Das Private Equity-gesponsorte Finanzierungsvolumen ist jedoch im Vergleich zum traditionellen KMU Geschäft viel kleiner, da es in diesem Grössenbereich jährlich – nach Schätzungen der Autoren – nur ca. 15-20 Transaktionen gibt.

Im Rahmen dieser Studie wurden die wichtigsten Marktteilnehmer in diesem Segment befragt. Die Hauptkenntnisse der Marktbefragung sind:<sup>48</sup>

1. Der mit Abstand grösste Teil der durch Private Equity Unternehmen gesponsorten Transaktionen gemessen an Anzahl und Volumen wird in diesem Grössensegment durch Banken, insbesondere durch Schweizer Banken, finanziert.
2. Der Anteil der Mezzanine Finanzierungen war dabei – wie im internationalen Umfeld auch – stark rückläufig. Dies ist insbesondere darauf zurückzuführen, dass – wie auch im internationalen Umfeld

<sup>48</sup> Interviews Schweizer Fonds 1, Schweizer Fonds 2 und Schweizer Fonds 3.

zu beobachten – der durchschnittliche Senior Leverage Level von LBO auch in der Schweiz angestiegen ist und daher Mezzanine nur noch in wenigen Fällen zum Einsatz kommt.

3. Vereinzelt fanden in diesem Segment auch kleinere Unitranche Transaktionen statt. Diese Finanzierungsform war in den letzten Jahren in der Schweiz allgemein eher die Ausnahme und fand allgemein nur bei Spezialfinanzierungen statt, wo zum Beispiel der Anteil des nicht-beanspruchten Kredites im Verhältnis zum beanspruchten Kreditvolumen relativ hoch war.
4. «Vendor Loans», das heisst Kredite, welche durch die ehemaligen Eigentümer gewährt werden, stellen eigentlich die grösste Konkurrenz von Private Debt in diesem Segment dar, da diese meist viel günstiger sind und zudem zur Absicherung von Gewährleistungen des Verkäufers eingesetzt werden können.
5. Vereinzelt finden in diesem Segment auch Direktfinanzierungen durch Pensionskassen oder Versicherungen statt, diese Volumina sind aber noch relativ klein und schwierig abzuschätzen.

Insgesamt gehen die Autoren davon aus, dass der Private Debt Markt im Bereich der durch Private Equity-gesponsorten Unternehmen in diesem Grössensegment momentan sehr klein ist, da die Kredite in diesem Bereich fast vollständig durch den Bankenmarkt abgedeckt werden. Es wird angenommen, dass pro Jahr eine Unitranche-Finanzierung mit einem durchschnittlichen Volumen von CHF 20 Mio. stattfindet.

Im Segment kleiner bis mittelgrossen nicht-gesponsorten Transaktionen sind in der Schweiz insbesondere Tavis Capital, die durch die Genfer Kantonalbank finanzierte Capital Transmission SA<sup>49</sup>, die von der Credit Suisse finanzierte Credit Suisse Entrepreneur Capital AG<sup>50</sup> und gewisse Family Offices aktiv. Die wichtigste Finanzierungsform ist das nachrangige oder Mezzanine Darlehen, wobei die Senior-Finanzierung fast ausschliesslich durch Bankkredite erfolgt. Gemäss Schätzungen der Autoren basierend auf den durchgeführten Interviews beträgt das Transaktionsvolumen in diesem Bereich momentan ca. CHF 30 Mio. bis CHF 75 Mio.

Insgesamt gehen die Autoren dieser Studie daher von einem geschätzten jährlichen Volumen von CHF 50 Mio. bis CHF 95 Mio. p.a. aus (das heisst inkl. Unitranche von CHF 20 Mio. aber ohne Immobilientransaktionen). Unter der Annahme eines durchschnittlichen jährlichen Volumens von CHF 72.5 Mio. und einer durchschnittlichen Laufzeit von 4 Jahren (gewichteter Durchschnitt einschliesslich Refinanzierung) ergibt sich ein durchschnittliches Private Debt Kreditvolumen für Schweiz basierte Unternehmen im mittleren Bereich von CHF 290 Mio.

---

<sup>49</sup> Capital Transmission SA ist eine Tochtergesellschaft der Genfer Kantonalbank. Die Gesellschaft fokussiert sich auf die Finanzierung von Unternehmen in der Schweiz und in Frankreich. Die Capital Transmission SA investiert zwischen CHF 0.5 Mio. und CHF 15 Mio. pro Transaktion in Form von Eigenkapital, Wandelanleihen und Mezzanine Loans. Sie begleitet sowohl Management Buyouts, Wachstumsfinanzierungen als auch Refinanzierungen.

<sup>50</sup> Im Frühjahr 2019 hat die Credit Suisse bekannt gegeben, dass sie das Kapital der Credit Suisse Entrepreneur Capital AG (ehemals SVC AG für KMU Risikokapital) von CHF 130 Mio. auf CHF 200 Mio. aufstocken wird. Von diesen CHF 200 Mio. sind aber nur ein Teil nachrangige Darlehen, der andere Teil sind Aktienbeteiligungen. Verwaltet wird der Fonds seit 2016 durch die Helvetica Capital, eine eigenständige Gesellschaft, welche von deren Partnern gehalten wird.

**Kleine Transaktionen**

mit einem Fremdfinanzierungsvolumen von weniger als CHF 5 Mio.

Auch in diesem Marktsegment dominieren die Schweizer Banken den Markt. Dennoch haben sich in den letzten Jahren alternative Marktteilnehmer in diesen Markt gewagt. Im Bereich kleinere Transaktionen sind neben einigen Family Offices insbesondere schon länger auch die Credit Suisse Entrepreneur Capital AG und die Capital Transmission SA aktiv. Insgesamt kann das aktuelle Marktvolumen der «traditionellen Anbieter» in diesem Bereich auf ca. CHF 100 Mio. geschätzt werden.

Neuere Teilnehmer in diesem Segment sind insbesondere die Marketplace Lending / Crowdlending-Plattformen. Dazu gehören in der Schweiz unter anderem Anbieter wie Acredius, Cashare, Creditworld, CreditGate24, Creditfolio, Crowd4Cash, Funders, SwisSpeers, Systemcredit, Lend, Lendico, Lendora und 3CircleFunding. Im Bereich Crowdlending wurden im Jahr 2018 etwa KMU Kredite mit einem Volumen von CHF 135 Mio. vermittelt.<sup>51</sup> Das Volumen ist in den letzten Jahren stetig angestiegen. Das Gesamtvolumen wird von den Autoren auf momentan ca. CHF 200 Mio. geschätzt.

Erste signifikante Volumen von Schweizer Plattformen wurden erst im Jahr 2015 mit CHF 28.1 Mio. verzeichnet. Einzelne Transaktionsvolumen dieser KMU-Kredite liegen bei ca. CHF 300'000 bis CHF 500'000. Es gibt aber auch Plattformen, die deutlich grössere Transaktionen durchführen. Die durchschnittlichen Laufzeiten von KMU-Krediten liegen häufig zwischen 6 und 48 Monaten. Die Kredite sind häufig unbesichert, wobei sich ein deutlicher Trend zur vermehrten Verwendung von Sicherheiten abzeichnet. Neben dem Crowdlending ist der Bereich Invoice Trading in der Schweiz ebenfalls stark gewachsen. Das Volumen erreichte im Jahr 2018 ca. CHF 30 Mio. Beim Invoice Trading können KMU Forderungsbestände gegen einen Abschlag über eine Online-Plattform verkaufen oder die Rechnungen als Sicherheit für einen kurzfristigen Kredit verwenden, um ihre Liquidität zu erhöhen. Anbieter sind z. B. Advanon und Tradeplus24.<sup>52</sup>

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass – wie auch in Europa zu beobachten ist – die durch Private Equity Investoren gesponsorten Transaktionen volumenmässig die grössten Kreditnehmer von Private Debt Fonds sind. Gefolgt wird dieses Segment von Private Equity-dominierten mittelgrossen Transaktionen. Kleinere Transaktionen und Mikrotransaktionen sind volumenmässig immer noch relativ klein, machen aber die grösste Anzahl der Transaktionen aus und wachsen am stärksten.

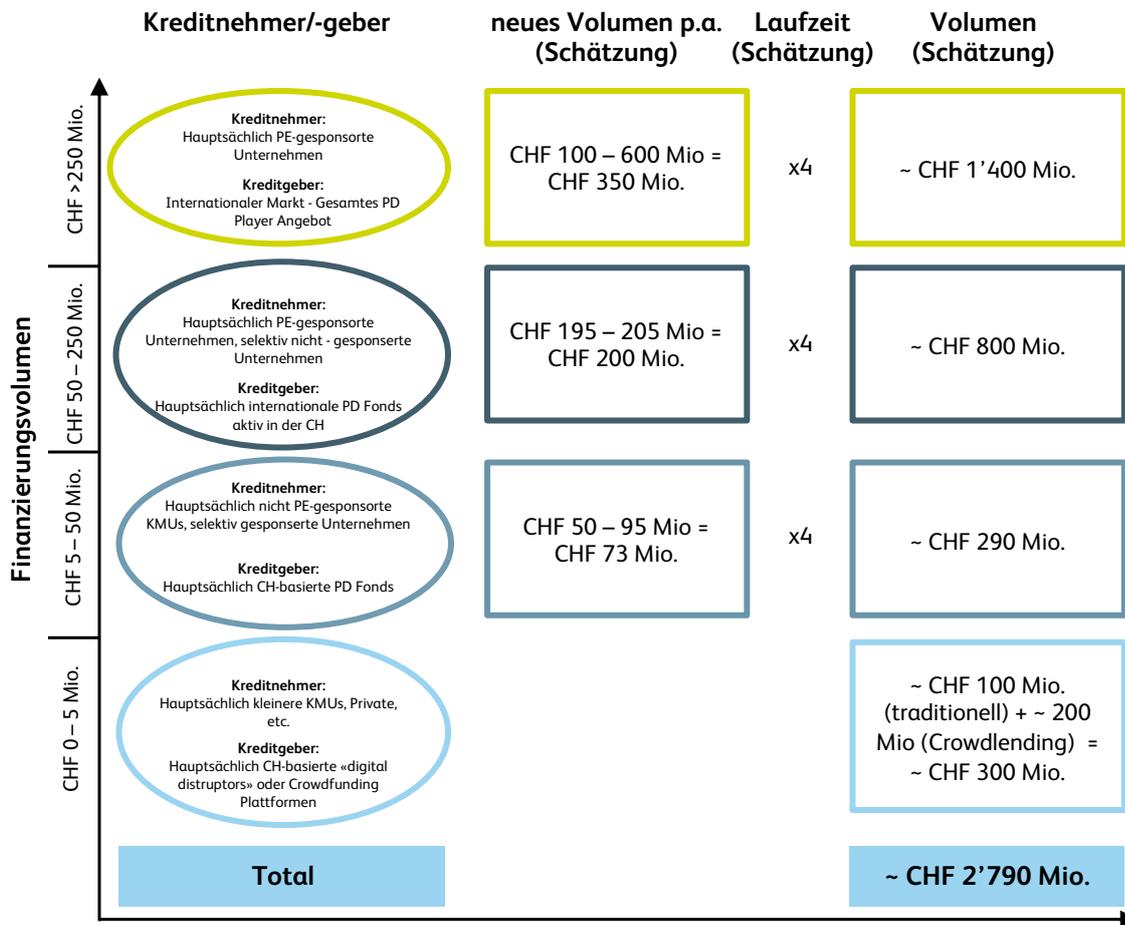
Das ausstehende Volumen ist starken Schwankungen unterworfen, je nachdem wie viele grosse Unternehmen gleichzeitig in Private Equity Hand sind und durch Private Debt Fonds finanziert werden. Abbildung 28 zeigt die vier Marktsegmente mit den entsprechenden Volumenschätzungen.

---

<sup>51</sup> Dietrich, Amrein, von der Heyde, Heuermann & Rüdüsühli, 2019 sowie Dietrich & Amrein, 2019.

<sup>52</sup> Dietrich, Amrein, von der Heyde, Heuermann & Rüdüsühli, 2019 sowie Dietrich & Amrein, 2019.

Abb. 28: Zusammenfassung – Schätzung Marktgrösse Private Debt Markt Schweiz



Der Schweizer Private Equity Markt ist in den letzten 3 Jahren mit über 15 % gewachsen.<sup>53</sup> Es kann davon ausgegangen werden, dass daher auch der Private Debt Markt strukturell mit einer ähnlichen Wachstumsrate in den letzten Jahren gewachsen ist. Aufgrund der geringen Grösse des Marktes kann jedoch schon eine einzelne grosse Transaktion die jährlichen Wachstumsraten beeinflussen. Die Autoren dieser Studie gehen davon aus, dass bei anhaltendem Private Equity Wachstum und weiteren nicht-gesponsorten Transaktionen, der Schweizer Markt auch weiterhin doppelstellig wachsen wird. Zum Wachstum trägt auch der Crowdlending/-funding Trend bei, auch wenn er volumenmässig noch auf tiefem Niveau ist.

### 5.3 Fonds und Vermittler

Die in der Schweiz aktiven Private Debt Fonds und Vermittler lassen sich folgendermassen klassifizieren:<sup>54</sup>

– **Ausländische Fonds aktiv in der Schweiz**

Wichtigste Anbieter: Über international syndizierte Transaktionen (z. B. Sunrise LBO, SIG LBO, Global Blue LBO, Swissport LBO, VAT LBO) verschiedene ausländische Private Debt Fonds, da diese Transaktionen nicht als schweizerische sondern als internationale Transaktion angesehen werden.

<sup>53</sup> KPMG, 2019.

<sup>54</sup> Wobei die Autoren keinen Anspruch auf Vollständigkeit erheben.

Zudem sind selektiv Unitranche und Mezzanine fokussierte Fonds in diesem Bereich aktiv: Beispiel Bluebay und Apollo Global.

– **Schweiz-basierte grössere Fonds aktiv international und aktiv in der Schweiz**

Wichtigste Anbieter: Partners Group Private Debt (selektiv bei grösseren Transaktionen, da internationaler Fokus), Patrimonium, Tavis Capital, Credit Suisse Entrepreneur Capital AG, Capital Transmission, etc.

– **Schweiz-basierte Fonds und Plattformen aktiv in der Schweiz**

**Crowdlending-/Marketplace Lending-Plattformen:** Acredius, Cashare, Creditworld, CreditGate24, Creditfolio, Crowd4Cash, Cosmofunding, Funders, SwisSpeers, Systemcredit, Lend, Lendora und 3CircleFunding. Drei dieser Plattformen sind im Eigentum von Banken. Lendico Schweiz gehört der PostFinance AG, Funders der Luzerner Kantonalbank und Cosmofunding der Bank Vontobel AG. Die einzelnen Geschäftsmodelle dieser Plattformen können sich stark unterscheiden. Cosmofunding ist beispielsweise als Plattform für Kredite an öffentlich-rechtliche Körperschaften gestartet, steht jedoch auch Unternehmen offen. Systemcredit versucht sich als gesamtschweizerischer Marktplatz für KMU Kredite zu etablieren, bei dem auch Banken Offerten für Finanzierungsanfragen einreichen können. Zudem gibt es grosse Unterschiede auf der Finanzierungsseite. Zwar wurden zahlreiche Plattformen mit der Idee gegründet, eine Vielzahl von privaten Geldgebern für die Kredite zu erschliessen. Dies war in der Schweiz aufgrund regulatorischer Vorgaben, welche die Anzahl Geldgeber auf zwanzig Personen beschränkt hatten, jedoch nie in diesem Ausmass eingetroffen. Zudem treten in den letzten ein bis zwei Jahren vermehrt institutionelle Investoren als Geldgeber auf und teilweise fokussieren sich Plattformen auch ausschliesslich auf solche Investoren. Nicht zuletzt auch wegen diesem Trend zu einer «Institutionalisierung» wird in der Schweiz immer häufiger der Begriff Marketplace Lending verwendet.<sup>55</sup>

**Invoice Trading Plattformen:** Advanon und Tradeplus24. Die Plattform Advanon verzeichnete im 2018 einen grösseren Betrugsfall und hat angekündigt, künftig nur noch institutionelle Investoren zuzulassen. An Tradeplus24 ist unter anderem auch die Credit Suisse beteiligt.

**Fonds und Aggregatoren:** Die 1741 Group hat insgesamt drei Fonds für Geldgeber aufgelegt, welche so diversifiziert auf Schweizer Crowdlending-Plattformen investieren können. Die Plattform Lendity ist einen ähnlichen Weg gegangen und hat im Jahr 2018 eine schweizerische Private-Debt-Obligation aufgelegt, welche ebenfalls in Kredite auf Crowdlending-Plattformen investiert. Diese erste Emission einer Crowdlending-Obligation wurde komplett von Julius Bär gezeichnet.

Neben den Schweizer Private Debt Fonds existieren auch verschiedene Vermittler, die sogenannten «Debt Advisors». Diese haben sich auf die Finanzierungsberatung, einschliesslich der Vermittlung von Private Debt, spezialisiert. Teilweise stellen diese Firmen auch sogenannte «Club Deals» zusammen, bei welchen sie sich mit eigenem Kapital beteiligen. Schweizer Firmen aktiv in diesem Bereich sind z. B. die Debt Advisory Teams der «Big 4», Vicenda, Remaco, Wineus, IFBC, Pilfor, Corporate Finance Partners, Finarbit etc.

<sup>55</sup> Zur Entwicklung von Crowdlending und Crowdfunding in der Schweiz, siehe: Dietrich, Amrein, von der Heyde, Heuermann & Rüdüsühli, 2019 sowie Dietrich & Amrein, 2019.

**Case Study: Credit Suisse / Patrimonium Private Debt Co-Investor Fund**

Eine interessante Entwicklung stellt die Kooperation der Credit Suisse mit Patrimonium dar. Patrimonium verwaltet insgesamt rund CHF 3 Mrd. Assets under Management für institutionelle wie auch private Investoren. Patrimonium ist seit längerem im Bereich Mid-Market Private Debt aktiv und offeriert gemäss eigenen Angaben vornehmlich im Senior Secured-Segment Kredite für Unternehmen mit einem Umsatz von EUR 20 Mio. bis EUR 500 Mio.

Im April 2018 haben Credit Suisse und Patrimonium einen Private Debt Co-Investor Fund lanciert. Der Private Debt Co-Investor Fund I ist auf institutionelle Anleger ausgerichtet und beteiligt sich an erstrangigen Unternehmenskrediten der Credit Suisse. Die Credit Suisse vergibt diese Kredite an Unternehmen in der Schweiz und in Westeuropa. Die für den Fonds vorgesehenen Kredite umfassen erstrangige Darlehen und die entsprechenden Kreditnehmer verfügen über ein Kreditrating im Bereich BB bis B-. Der Fonds und damit auch dessen Investoren partizipieren im Wesentlichen an gleichen Krediten inklusive allfälliger Sicherheiten wie die Credit Suisse. Die angestrebte annualisierte Netto-Zielrendite in Schweizer Franken beträgt nach Abzug der Kosten (TER) CHF Libor plus 3.5-4.0%. Gemäss gemeinsamer Medienmitteilung vom Dezember 2018 konnte der ersten Sub-Fonds mit rund CHF 165 Mio. geschlossen werden. Investoren sind Pensionskassen, Versicherungen und Family Offices.<sup>56</sup>

Ein Fonds dieser Art ist in der Schweiz bisher einzigartig. Es existieren verschiedene Private Debt Fonds von Schweizer Private Debt Managers, wie z. B. von der Partners Group, Tavis Capital oder Patrimonium selbst. Was den Credit Suisse/Patrimonium Fonds jedoch einzigartig macht, ist die Ausgestaltung als Co-Investment Produkt zusammen mit einer Schweizer Bank.

Aus Sicht der Credit Suisse und Patrimonium sind die Vorteile dieses Fonds offensichtlich. Einerseits erhöht sich dadurch die sogenannte «Underwriting Capacity», das heisst die Möglichkeit Kredite auf das Buch zu nehmen und danach zu syndizieren. Die Credit Suisse kann insbesondere bei kleineren und eventuell schwieriger zu syndizierenden Krediten Lösungen anbieten, ohne die eigene Bilanz zu stark belasten zu müssen. Zudem gehen die Autoren dieser Studie davon aus, dass die Credit Suisse ein Teil der Gebühren behalten wird, da sie für die Akquisition, Strukturierung und Verhandlung der einzelnen Kredite zuständig ist. Patrimonium erspart sich durch diese Struktur einen Grossteil der Akquisitionskosten.

Aus Investorensicht scheinen sich folgende Vor- und Nachteile zu ergeben: Einerseits hat die Credit Suisse im Leveraged Finance Bereich einen guten Marktanteil. Daher haben die Investoren eine gute Chance, in «gute Kredite» dieser Art zu investieren. Nur grosse bis sehr grosse Private Debt Fonds haben den gleichen «Deal Flow» und die Expertise in den einzelnen Segmenten. Auf der anderen Seite findet trotzdem eine gewisse Vorselektion der Kredite durch nur eine Bank statt.

Die Entwicklung, dass eine führende Bank mit einem Fonds eine exklusive Partnerschaft im Private Debt Co-Investment Bereich eingegangen ist bemerkenswert. Sollte sich dieser Trend im grossen Stil durchsetzen, würde das den Leveraged Finance Markt grundlegend ändern. Banken würden dann nicht mehr breit

---

<sup>56</sup> Credit Suisse, 2018.

syndizieren, sondern die Kapazität fast nur noch an exklusive Partner abgeben.

Es wird sich zeigen, ob sich dieser Trend durchsetzen wird. In der Einschätzung der Autoren kann dieses Modell in gewissen Konstellationen durchaus sinnvoll sein und es wird daher sehr wahrscheinlich weitere ähnliche Partnerschaften geben. Es ist jedoch fraglich, ob dieses Modell den Leveraged Finance Markt revolutionieren wird. Es scheint, dass es zunehmend weitere grosse Private Debt Anbieter geben wird, welche nicht auf den Deal Flow einer grossen Bank angewiesen sind, sondern sehr viele Deals von sehr vielen Parteien angeboten erhalten und damit einen effizienten Zugang zum gesamten Markt haben.

#### 5.4 Performance kleiner und mittelgrosser Transaktionen

Über die nach der letzten Finanzkrise – nach dem Jahr 2007 – aufgelegten Fonds, insbesondere derjenigen von Tavis Capital, Credit Suisse Entrepreneur Capital AG, Patrimonium und der Capital Transmission, existieren bislang kaum verlässliche Daten. Dies ist damit zu begründen, dass diese Fonds noch relativ jung sind und noch nicht in einem schwierigeren finanziellen Umfeld agieren mussten. Gemäss Auskunft der wichtigsten Marktakteure sind die Ausfälle momentan noch sehr gering, was auf eine gute kurzfristige Performance hindeutet. Es muss sich jedoch noch zeigen, wie die Performance dieser Fonds über einen vollen Kreditzyklus hinweg aussieht.

Vor der letzten Finanzkrise war in der Schweiz insbesondere die Capital Efficiency Group mit Sitz in Zug aktiv. Das Ziel der Capital Efficiency Group bestand vordergründig darin, Schweizer KMU nachrangiges Kapital zu beschaffen. Finanziert wurde die Struktur durch ein Sekurisationsvehikel, welches diese Kredite verbrieft hat. Im Zuge der letzten Finanzkrise wurde die Capital Efficiency Group jedoch aufgelöst. Der Grund lag insbesondere darin, dass sich die Kreditkonditionen der anderen Anbieter stark verbessert hatten. Dies führte dazu, dass es schwierig wurde neue Transaktionen zu finden. Über die Performance der durch die von der Capital Efficiency Group aufgelegten Vehikel liegen keine öffentlich verfügbaren Informationen vor.

#### 5.5 Investoren

Im Rahmen der Studie führten die Autoren unter anderem Interviews mit fünf Schweizer Pensionskassen. Diese Vorsorgeeinrichtungen verwalten in der Summe Vermögenswerte von insgesamt CHF 47.7 Mrd. Von den fünf Pensionskassen sind deren vier aktive Private Debt Investoren. Die interviewten Personen gaben Auskunft über die Motive und ihre zentralen Beweggründe.

##### **Beweggründe und Investitionsbereitschaft**

Diejenige Pensionskasse, welche nicht in der Assetklasse Private Debt investiert ist, begründet dies mit dem bereits verhältnismässig hohen Anteil an alternativen Anlagen. Diese Pensionskasse würde mehr investieren, falls sie erstens ein gut diversifiziertes Vehikel finden würde und falls sie zweitens die Renditeaussichten als genügend attraktiv einschätzen würde.<sup>57</sup>

<sup>57</sup> Interview Pensionskasse 2.

Die weiteren interviewten Pensionskassen weisen jeweils eine unterschiedlich hohe Allokation in Private Debt Anlagen international und in der Schweiz auf. Die befragten Pensionskassen investieren über Fondsvehikel, über Direktmandate und/oder über eigene direkte Kreditvergaben. Dabei dominieren Investitionen in die Märkte USA und Europa. Der Anteil an Krediten, die an Schweizer Unternehmen vergeben wurde, variiert sehr stark.<sup>58</sup>

Die Bereitschaft, in Private Debt zu investieren ist folglich gegeben. Insbesondere bei grösseren Investoren sind Investitionen in die Anlageklasse Private Debt fester Bestandteil der Asset Allokation. Aus Investorsicht sprechen insbesondere drei zentrale Argumente für Private Debt Investitionen.

Erstens soll mittels Private Debt Investitionen eine höhere Rendite erzielt werden als mit anderen Anlagen wie beispielsweise kotierte Anleihen. Einerseits kann die höhere Renditeerwartung mit der Illiquidität der Anlagen begründet werden, wofür die Investoren mit einer Illiquiditätsprämie entschädigt werden. Andererseits brauchen Private Debt Kreditvergaben, gerade im Falle einer direkten Kreditvergabe, einen nicht zu unterschätzenden Selektionsaufwand, weshalb Investoren eine Komplexitätsprämie erwarten. Die Renditeerwartungen in Private Debt reichen von rund 25 Basispunkten mehr gegenüber Investitionen in vergleichbare liquide Vermögenswerte bis hin zu rund 200 Basispunkten aufgrund der mit den Transaktionen einhergehenden Komplexität. Die Erwartung ist es zudem, dass durch die variable Verzinsung eine konstante, stabile Rendite erzielt werden kann, die unabhängig von der Duration ist. Die so erreichte Stabilität ist speziell in einem Umfeld steigender Zinsen wünschenswert.<sup>59</sup>

Zweitens nehmen mehrere Marktteilnehmer Desintermediationstendenzen wahr. Gerade in längeren Laufzeitsegmenten seien Banken mit ihrer Kreditvergabe tendenziell restriktiver geworden und hier ergeben sich Chancen für langfristig orientierte Investoren wie Pensionskassen. Gerade bei Laufzeiten ab zehn Jahren konnten in letzter Zeit erfolgreich Finanzierungstransaktionen abgeschlossen werden. Dies trifft insbesondere in bestimmten Schuldnersegmenten zu, wozu Kraftwerke und Spitäler beziehungsweise ganz allgemein staatsnahe Betriebe zählen. Diese Schuldner weisen typischerweise aufgrund der Eigner eine hohe Bonität auf und fragen langfristige Finanzierungslösungen nach. Weiter ist mit der Fedafin ein Ratingunternehmen aktiv, welches zeitnah unabhängige Emittenten- und Emissionsratings erstellt. Denn ein Investment Grade Rating ist bei den interviewten Pensionskassen jeweils die Voraussetzung, um überhaupt direkte Kreditvergaben abschliessen zu dürfen.<sup>60</sup>

Drittens sind als weiterer Vorteil von Investitionen in Private Debt beziehungsweise direkte Kreditvergaben die resultierenden Diversifikationseffekte aus einer Portfoliosicht zu nennen. Die bisherigen guten Erfahrungen – auch aufgrund der vorangehend erwähnten beiden Vorteile – sind bei den im Private Debt Markt aktiven Investoren mitunter ausschlaggebend für eine Erhöhung der Allokation.<sup>61</sup>

---

<sup>58</sup> Interviews Pensionskasse 1, Pensionskasse 3, Pensionskasse 4 und Pensionskasse 5.

<sup>59</sup> Interviews Pensionskasse 3 und Pensionskasse 4.

<sup>60</sup> Interviews Pensionskasse 1, Pensionskasse 3, Pensionskasse 4 und Pensionskasse 5.

<sup>61</sup> Interviews Pensionskasse 1, Pensionskasse 3, Pensionskasse 4 und Pensionskasse 5.

### Vorteile für Kreditnehmer

Investoren sehen aber auch aus der Perspektive der Kreditnehmer diverse Vorteile von privaten Kreditvergaben gegenüber der Finanzierung mit öffentlichen Anleihen oder Bankkrediten. In den Gesprächen wurde erwähnt, dass erstens die kreditnehmenden Unternehmen wesentlich geringere beziehungsweise gar keine Emissionsgebühren bezahlen müssen. Zweitens seien die Zinssätze im Durchschnitt zwar etwas höher als bei öffentlichen Emissionen, jedoch sei unter anderem ein Eingehen auf individuelle Kreditbedürfnisse der Kreditnehmer möglich, weil die Finanzierungen individuell ausgestaltet werden können. Drittens kann eine Kreditvergabe sehr schnell erfolgen. Dies resultiere schlussendlich in einer unkomplizierten Kreditvergabe, welche mit einer höheren Rendite entschädigt wird.<sup>62</sup>

### Einige Gefahren und diverse Herausforderungen

Pensionskassen sehen jedoch auch gewisse Gefahren und Herausforderungen. So wurde erstens der Verdacht geäußert, dass sich nur die wenigsten Investoren der vorhandenen Risiken wirklich bewusst seien. Denn erfahrungsgemäss bestehe bei Private Debt Anlagen – gerade in Krisensituationen – eine hohe Korrelation zur Entwicklung auf den Aktienmärkten.<sup>63</sup>

Zweitens besteht die Schwierigkeit darin, dass der Zugang zu Private Debt Transaktionen oft lediglich über Mischfonds, sogenannten «Commingled Strukturen», möglich ist. Bei diesen Strukturen reduzieren Gebührenzahlungen sowie allfällige Absicherungskosten die Rendite signifikant. Insofern stellt sich die Frage, wie ein Investor die entsprechende Rendite sozusagen «in sein Portfolio reinbringt».<sup>64</sup>

Drittens gilt es steuerliche und rechtliche Aspekte zu berücksichtigen. So stellt sich je nach Instrument die Frage nach den Konsequenzen, wenn ein Investor vom Fremd- zum Eigenkapitalgeber wird.<sup>65</sup>

Viertens benötigen Investoren geeignete Systeme für ein effizientes Risikomanagement sowie eine systematische Datenpflege. Dies verursacht Kosten, da gerade bei direkter Kreditvergabe nicht wie bei kotierten Anleihen die Geldflüsse automatisiert und standardisiert ablaufen. Es braucht eine ständige Überwachung, ob die Schuldner der direkt vergebenen Kredite vereinbarte Bedingungen und Zinszahlungen etc. einhalten. Ab einer bestimmten Grösse sollten diese Kosten jedoch im Verhältnis zum Gesamtportfolio vernachlässigbar sein, auch wenn sich mehrere Mitarbeitende um die Transaktionen kümmern.<sup>66</sup>

Einen fünften möglichen Nachteil orten die interviewten Pensionskassen in der Liquidität der Anlagen. So stellt sich die Frage, ob Private Debt Investments im Falle von notwendigen Rebalancings verkauft werden können.<sup>67</sup> Insofern lohnt es sich jedoch bereits vor der Investition über eine mögliche Illiquidität der Anlagen nachzudenken und nur Mittel zu investieren, die während der entsprechenden Laufzeit nicht benötigt werden.

---

<sup>62</sup> Interview Pensionskasse 1.

<sup>63</sup> Interview Pensionskasse 1.

<sup>64</sup> Interview Pensionskasse 1.

<sup>65</sup> Interview Pensionskasse 1.

<sup>66</sup> Interview Pensionskasse 5.

<sup>67</sup> Interviews Pensionskasse 3, Pensionskasse 4 und Pensionskasse 5.

Eine sechste Herausforderung ist das Auffinden geeigneter Anlagemöglichkeiten. Für die direkte Kreditvergabe mittels Schuldscheindarlehen setzen die interviewten Investoren auf Plattformen und nur in einzelnen (sich wiederholenden) Finanzierungstransaktionen gelangen die Kreditnehmer direkt an die Pensionskassen. In den Gesprächen wurde die Plattform Loanbox sowie der Broker finarbit beziehungsweise Tradition genannt. Weiter berichten einzelne Pensionskassen, dass jeweils lediglich eines von fünf oder gar eines von zehn ihrer abgegebenen Angebote den Zuschlag vom Kreditnehmer erhält.<sup>68</sup> Wird der Weg über Fondsvehikel oder Direktmandate gewählt, gilt es geeignete Manager zu selektieren. Dazu wird typischerweise ein mehrstufiges Auswahlverfahren durchgeführt. In einem ersten Schritt wird das mögliche Anlageuniversum sondiert und man spricht oft auch mit anderen (internationalen) Investoren mit vergleichbarer Ausgangslage. Danach erfolgt in einem zweiten Schritt ein sogenannter «Request for Information», wozu auch spezialisierte Plattformen eingesetzt werden. In diesem Schritt werden diverse quantitative und qualitative Informationen analysiert, wie beispielsweise die bisherige Historie (der sogenannte «Track Record») und die Hintergründe der Manager. Danach erfolgt drittens die Erstellung eines «Request for Proposals» in der Form eines ausführlichen Fragebogens mit typischerweise 60-80 Fragen. Als vierter und abschliessender Schritt folgt eine Vor-Ort-Besichtigung beziehungsweise -Prüfung. Dabei wird teilweise auch mit lokalen Beratern zusammengearbeitet. Je nach Land erfolgen darüber hinaus noch spezifische weitere Abklärungen, beispielsweise hinsichtlich der rechtlichen Grundlagen und der steuerlichen Gegebenheiten.

### **Zunehmende Relevanz von Private Debt Investitionen**

Bei den interviewten Investoren nahm und nimmt die Relevanz von Private Debt Investitionen zu. Dies zeigt sich unter anderem an den Allokationen in diese Assetklasse, deren Zielgrösse bis zu 10% der verwalteten Vorsorgevermögen reicht und folglich mehrere Hundert Millionen Franken ausmacht. Die befragten Pensionskassen machen die Höhe ihrer Allokation unter anderem von den Renditeaussichten und vom Vorhandensein (diversifizierter) Investitionsmöglichkeiten abhängig. Die für Pensionskassen geltenden Regeln, insbesondere die BVV2-Vorschriften, stellen kein limitierender Faktor für Investitionen in Private Debt international oder Investitionen in Private Debt an Schweizer Kreditnehmer dar.<sup>69</sup> Hingegen sehen Pensionskassen im Finanzierungsverhalten der Banken Hinderungsgründe, da Banken in Europa traditionellerweise sehr aktiv sind. Schweizer Banken sind in der Kreditvergabe an Schweizer Unternehmen sehr präsent. Falls sich dieser Umstand verändert, könnten die Konditionen allenfalls so attraktiv werden, dass aus Unternehmenssicht Finanzierungen von Nicht-Banken lukrativer werden könnten.<sup>70</sup>

## **5.6 Entwicklungen anderer Formen der Nicht-Banken Finanzierung**

---

Wie auch international zu beobachten sind auch in der Schweiz andere Formen der Finanzierung durch Nicht-Banken stark am Wachsen:

---

<sup>68</sup> Interviews Pensionskasse 4 und Pensionskasse 5.

<sup>69</sup> Interviews Pensionskasse 1 und Pensionskasse 2.

<sup>70</sup> Interview Pensionskasse 3.

1. Der Leasingmarkt ist in der Schweiz in den Jahren 2000-2010 stark gewachsen. Gemäss Leasingverband Schweiz hat das Neugeschäft von ca. CHF 7.2 Mrd. im Jahr 2000 auf ca. 9.9 Mrd. im 2010 zugenommen (+37.5 %).<sup>71</sup> Seit 2010 wächst der Markt nur noch wenig. Das Neugeschäft betrug im Jahr 2017 CHF 10.1 Mrd., was ein Wachstum von 0.3 % gegenüber 2016 darstellt. Es scheint, dass der Markt, insbesondere im Autoleasing Bereich, gesättigt ist. Der Leasingverband Schweiz schätzt, dass in 2017 47.2 % aller ersten Auto-Inverkehrsetzungen mit Leasing finanziert wurden. Dieser Anteil ist seit 2010 relativ stabil. Nichtsdestotrotz hat der Leasingsektor – mit einem geschätzten Bestands Gesamtvolumen (der Verbandsmitglieder) von CHF 21.6 Mrd. in 2017 – sich seinen Platz im Kreditmarkt Schweiz geschaffen und zum Teil die Banken desintermediert. In 2017 wurden 52 % des Neugeschäfts durch Nicht-Banken vergeben (42 % Captives / 10 % unabhängige Gesellschaften).
2. Schweizer Versicherungen und Pensionskassen haben ihre Hypothekarvolumen in den letzten vier bis fünf Jahren bedeutend erhöht. Gemäss FINMA hatten die Schweizer Versicherungen 2008 insgesamt CHF 27.0 Mrd. an Hypothekarausleihungen. Bis 2017 war dieser Wert auf CHF 39.1 Mrd. angewachsen (+44 %).<sup>72</sup> Bei den Pensionskassen war das Volumen im Jahr 2008 gegenüber dem Jahr 2017 praktisch identisch (ca. CHF 16.8 Mrd.).<sup>73</sup> Relativ gesehen vergaben Privatversicherungen im Jahr 2017 3.8 % aller Hypotheken. Auf die Pensionskassen entfielen 1.6 %. Insgesamt halten Pensionskassen und Versicherungen 5.4 % des Hypothekarvolumens im schweizerischen Markt. Die Banken hielten per Ende 2017 mit einem Volumen von CHF 974.7 Mrd. weiterhin den mit Abstand grössten Anteil im gesamten Hypothekarmarkt von CHF 1030.4 Mrd.<sup>74</sup> Es ist möglich, dass das Wachstum des Hypothekarvolumens der Schweizer Pensionskassen und Versicherungen auch durch den Erfolg der elektronischen Vermittlungsplattformen, wie beispielweise das Hypothekenvermittlungsportal Moneypark (dessen Mehrheit 2016 von der Helvetia Versicherungen übernommen wurde), beschleunigt wurde. Eine weitere interessante Entwicklung stellt der Tavis Schweizer Hypothekenfonds I dar (siehe Case Study auf S. 53).
3. Gemäss den im Rahmen dieser Studie durchgeführten Interviews (siehe Kapitel 5.5) scheint der Anteil des «Direktgeschäftes» der Pensionskassen und Versicherungen auch in der Schweiz zuzunehmen. Es sind bis dato jedoch keine verlässlichen statistischen Angaben verfügbar, welche diese Trends aufzeigen. Gemäss Aussagen der Interviewpartner fand bis dato die Hauptaktivität in bestimmten staatsnahen Schuldnersegmenten (z. B. Kraftwerke und Spitäler) statt. Diese Schuldner weisen typischerweise aufgrund der Eigner eine hohe Bonität auf und fragen langfristige Finanzierungslösungen nach. Ein Investment Grade Rating ist bei den interviewten Pensionskassen jeweils die Voraussetzung, um überhaupt direkte Kreditvergaben abschliessen zu dürfen. Es kann daher davon ausgegangen werden, dass im Bereich Private Debt im engeren Sinne, welche fast ausschliesslich im Nicht-Investmentgradbereich vergeben werden, die Schweizer Pensionskassen und Versicherungen keinen oder nur einen sehr geringen Marktanteil haben.

---

<sup>71</sup> Schweizer Leasingverband, 2000-2017.

<sup>72</sup> FINMA, online. Die FINMA Statistik zu den Privatversicherern unterscheidet nicht zwischen inländischen und ausländischen Hypotheken, es kann jedoch angenommen werden, dass das Wachstum insbesondere im Inland stattgefunden hat, da Schweizer Versicherungen in der Schweiz dieses Geschäft in den letzten Jahren stark vorangetrieben haben.

<sup>73</sup> Bundesamt für Statistik, online.

<sup>74</sup> Vgl. dazu Lengwiler, Seiler & Amrein, 2018.

**Case Study: Tavis Schweizer Hypothekenfonds I**

Der Tavis Schweizer Hypothekenfonds bietet Schweizer institutionellen Investoren die Möglichkeit, in ein breit diversifiziertes Portfolio von Hypotheken auf Renditeliegenschaften in der Schweiz zu investieren, welche von der Credit Suisse herausgegeben wurden. Dazu gehören Hypotheken auf Geschäftsgebäuden und Mehrfamilienhäusern sowie vermietete Einfamilienhäuser beziehungsweise vermietetes Stockwerkeigentum. Dieses Segment wird «Income Producing Real Estate», kurz IPRE, genannt. Die Kundenbeziehungen zu den Hypothekarkreditnehmern verbleiben weiterhin bei der Credit Suisse. Tavis nimmt dabei – nach eigenen Angaben – eine unabhängige Selektion der Hypotheken vor.

Der Fonds ist in vier Anteilsklassen unterteilt, welche sich primär durch die zur Anwendung gelangenden Rücknahmefristen und die Mindestinvestitionssummen unterscheiden. Die grösste Tranche «Strategic and Founder» (Mindestinvestitionssumme von CHF 50 Mio.) liegt bei CHF 300 Mio. und der Fonds wies per 31. Dezember 2018 ein Fondsvermögen von CHF 664 Mio. aus. Über 80 % der Hypotheken hatten eine Fristigkeit von unter einem Jahr mit einer durchschnittlichen Belehnung «LTV – Loan to Value» von 50 %. Die Bruttoperformance betrug im Jahr 2018 0.79 % und die Nettoperformance 0.4 %.

Der Fonds ist insbesondere deshalb interessant, da er momentan eine der wenigen Möglichkeiten bietet, «direkt» in ein diversifiziertes Portfolio von Schweizer Hypotheken zu investieren.<sup>75</sup> Auch ist es die erste Fondstruktur mit Schweizer Hypotheken als zugrundeliegendem Vermögenswert. Neben den Pfandbriefzentralen, welche schon sehr lange existieren, gab es in der Schweiz seit 1998 verschiedene Anläufe den Schweizer Hypothekenmarkt zu verbriefen (z. B. Tell (1998), CHF 250 Mio. von Herausgeber SBV; HAT I (2000), EUR 350 Mio. von der UBS Swissact (2001), EUR 335 Mio. von der ZKB; HAT II (2003), EUR 2.5 Mrd. von der UBS; Chalet I und Chalet II (2003), CHF 7.3 Mrd. von der CS; Eiger (2003), CHF 669 Mio. von Herausgeber WTF).<sup>76</sup>

Es wird sich zeigen, ob sich diese Tendenz durchsetzen wird und weitere Fonds aufgelegt werden. Ein Vorteil scheint die kurze Laufzeit zu sein, welche bei steigenden Zinsen gegenüber den typischerweise langläufigen Pfandbriefanleihen attraktiv sind. Zudem kann ein Fonds wie der Tavis Schweizer Hypothekenfonds I Hypotheken aktiv selektionieren und im Falle einer Verschlechterung des Umfelds Konditionen mit einer Erhöhung der Zinsen reagieren. Ein Nachteil scheint – bei der momentanen Grösse des Fonds und dem aktuellen Zinsumfeld – das Verhältnis von Bruttoeinnahmen von ca. 0.8 % und den Nettoeinnahmen von 0.4 % zu sein.

<sup>75</sup> UBS hat mit UBS Atrium eine weitere Möglichkeit geschaffen in Hypotheken zu investieren.

<sup>76</sup> Vgl. Jordan, 2008, SNB Finanzierung von Hypotheken: Pfandbriefe und Verbriefungen im Lichte der Finanzkrise.

## 6 Fazit und Ausblick

In diesem Abschnitt werden die zentralen Antworten auf die handlungsleitenden Forschungsfragen dieser Untersuchung zusammengefasst. Wie die vorliegende Studie zeigt, existieren für den Begriff Private Debt verschiedene Definitionen. Häufig wird der Begriff Private Debt – wie in dieser Studie – in einem engeren Sinne verstanden und steht für an keiner Börse gehandelte Kreditfinanzierungen von Unternehmen durch Nicht-Banken. Private Debt gemäss vorangehender Abgrenzung ist aber keine homogene Anlageklasse. Innerhalb von Private Debt gibt es verschiedene Unterkategorien, was Instrumente und Fondstypen betrifft.

Nachfolgend werden die zentralen Erkenntnisse und die aus Sicht der Autoren voraussichtlichen weiteren Entwicklungen bezogen auf den globalen und den Schweizer Private Debt Markt dargelegt. Zu jedem Thema wird zudem eine These über die weitere Entwicklung formuliert.

### 6.1 Fazit und Ausblick zum internationalen Private Debt Markt

Der globale Private Debt Markt ist in den letzten Jahren stark gewachsen. So hat das durch Private Debt Fonds verwaltete Vermögen von USD 205 Mrd. im Jahr 2007 auf USD 769 Mrd. bis Mitte 2018 zugenommen. Dieses Wachstum lässt sich unter anderem mit dem Wachstum des Private Equity Marktes erklären, da Private Debt insbesondere zur Finanzierung beziehungsweise Refinanzierung und Restrukturierung von Private Equity Transaktionen eingesetzt wird. Neben diesen gesponsorten Transaktionen haben auch die Anzahl und das Volumen der nicht-gesponsorten Transaktionen zugenommen. In den USA machen die nicht-gesponsorten Transaktionen schon ca. 50 % oder mehr des Private Debt Volumens aus. In Europa beträgt der Anteil nicht-gesponsorter Transaktionen momentan eher 20-25 %.

Zum weiteren Wachstum der Private Debt Assetklasse hat in einigen europäischen Ländern sicher auch die Zurückhaltung von Banken in der Kreditvergabe beigetragen. Zwischen 2012 bis Ende 2015 war im Bereich der europäischen Unternehmen ein sinkendes Kreditvolumen feststellbar. Seit 2016 wächst das Kreditvolumen in Europa aber wieder und die Zinsen befinden sich auf einem Rekordtief. Von einem allgemeinen Kreditnotstand kann also bezogen auf Europa nicht gesprochen werden.

#### **These 1:**

##### **Das weltweite Wachstum von Private Debt setzt sich fort.**

Die Assetklasse Private Debt wird global betrachtet in den nächsten Jahren weiter stark wachsen, insbesondere solange das Wachstum des Private Equity Sektors anhält. Das Volumen der nicht-gesponsorten Transaktionen wird weiter zunehmen. Private Debt wird zudem auch zunehmend zur Finanzierung anderer Assetklassen, wie Private Real Estate, private Infrastructure und Rohstoffe eingesetzt.

Zur Performance der Anlageklasse Private Debt existieren zahlreiche Studien. Unter Vorbehalt typischer Schwierigkeiten bei der Performancemessung kommen die Studien je nach Subsegment zu historischen Renditen von rund 7-9 % (Direct Lending) bis hin zu fast 12 % (Distressed Debt). Typischerweise besteht ein positiver Zusammenhang zwischen Rendite und Risiko. Diese Renditen waren aber nur mit zusätzlichen Risiken zu erreichen. Grössere Senior Secured Kredite haben in den letzten zehn Jahren deutlich tiefere Renditen abgeworfen (ca. 4.5 % p.a. in den letzten zehn Jahren).

Die Assetklasse Private Debt hat sich in den letzten Jahren zu einem wichtigen Teil des Private Assets Marktes entwickelt. Die anhaltende Investitionsbereitschaft von Investoren in Private Debt hat zu grossen Kapitalzuflüssen in diese Anlageklasse geführt – in den letzten vier Jahren jeweils mehr als USD 100 Mrd. Dank dieser grossen Kapitalzuflüsse hatten die Fondsmanager erhebliche Mengen an Kapital zur Verfügung: Das Dry Powder erreichte im Juni 2018 einen Rekordwert von USD 307 Mrd. Bei so viel verfügbarem Kapital waren die Fondsmanager auch im Wettbewerb mit anderen Investoren gezwungen, stärker um Investitionsmöglichkeiten zu konkurrieren. Der Wettbewerb um Anlagemöglichkeiten dürfte folglich auch in naher Zukunft eine grosse Herausforderung bleiben.

Neben der vorangehend skizzierten Entwicklung im Private Debt Markt im engeren Sinne finden international verschiedene weitere interessante Entwicklungen statt, die ebenfalls zu einer Desintermediation des klassischen Bankensektors beitragen. Dazu zählen unter anderem das starke Wachstum des CLO- und des Leasing Marktes, das Wachstum der direkten Investitionen in Kredite durch grosse Versicherungen und Pensionskassen sowie das Wachstum von Crowdlending / Marketplace Lending.

**These 2:**

**Der intensive Wettbewerb und die hohen Kapitalzuflüsse in Private Debt Fonds werden zu anhaltend tieferen Kreditmargen und guten Konditionen für Kreditnehmer führen.**

Der globale Wettbewerb um Investitionsmöglichkeiten wird in naher Zukunft herausfordernd bleiben und als Folge davon sehr wahrscheinlich mittelfristig zu tendenziell tieferen Renditen – im Vergleich den Renditen dieser Assetklasse in den letzten Jahren – führen. Nichtsdestotrotz sind die leverageadjustierten Spreads immer noch höher als vor der letzten Finanzkrise und die Ausfallraten momentan sehr tief. Kreditstandards dürften weiter kreditnehmerfreundlich bleiben, ausser es kommt zu einer erneuten Finanzkrise. Der anhaltende Neugeldzufluss in den Private Debt, CLO und den High Yield Bond-Markt dürfte die Desintermediationstendenzen international weiter verstärken. Zudem führen das Wachstum des Leasingmarktes, Direktinvestitionen von grossen Versicherungen und Pensionskassen, sowie die Entwicklung von Crowdlending / Marketplace Lending dazu, dass Kreditnehmern eine breitere Auswahl an Finanzierungsmöglichkeiten offensteht.

## 6.2 Fazit und Ausblick zum Private Debt Markt Schweiz

Gemäss Schätzungen der Autoren wies der Schweizer Private Debt Markt in den letzten Jahren ein durchschnittliches Volumen von rund CHF 3 Mrd. auf. Der globale Private Debt Fonds Markt beträgt USD 769 Mrd., wovon USD 460 Mrd. investiert sind. Die Schweiz weist folglich einen Anteil von ca. 0.4-0.6 % auf. Auch im nationalen Kontext ist der Private Debt Markt im Vergleich zum Kreditvolumen der Banken oder zum öffentlichen Geld- und Kapitalmarkt klein und kann somit als Nischenmarkt bezeichnet werden. Private Debt kann aber in gewissen Situationen ein nützliches Finanzierungsinstrument für Schweizer Unternehmen sein, insbesondere bei Transaktionen mit hohem Fremdkapitalanteil sowie bei grösseren Volumina, wo der Schweizer Bankenmarkt an seine Kapazitätsgrenzen stösst. Zudem bietet sich Private Debt bei Nicht-Standardfinanzierungen an, entweder aufgrund der Branche, des starken Wachstumsfokus oder ähnlichen Faktoren.

Zur Einstufung als Nischenmarkt trägt zudem der weiterhin liquide Bankenmarkt bei. Gemäss der IFZ/SECO Studie zur Finanzierung von KMU hat sich die Finanzierungsstruktur von Schweizer KMU in den vergangenen acht Jahren kaum verändert. Nach wie vor finanzieren sich fast zwei Drittel der Unternehmen ausschliesslich über Eigenkapital. 38 % der KMU nutzen auch Fremdkapital. Dabei sind Hypotheken, Kontokorrentkredite, Darlehen und Leasing die wichtigsten Fremdkapitalquellen. Trotzdem bietet Private Debt jedoch ein grosses Potenzial, was die Entwicklung von neuen Geschäftsmodellen betrifft.

### These 3:

**In der Schweiz bleiben die Banken die wichtigsten Kreditgeber für Unternehmen – aber alternative Formen wie Private Debt wachsen und neue Geschäftsmodelle entstehen.**

Bankkredite sind und bleiben nach wie vor die zentrale Finanzierungsform für Schweizer KMU. Alternativen zur Finanzierung mit Bankkrediten sind für Schweizer KMU nur in einer beschränkten Masse verfügbar. Es ist jedoch damit zu rechnen, dass neue Formen von Private Debt, insbesondere über digitale Plattformen, deutlich wachsen werden. Solche Plattformen werden vermehrt auch den Einbezug von Fonds und institutionellen Investoren in die Finanzierung von Krediten ermöglichen. Auf der Angebotsseite führt dies zu einer Differenzierung, da sich Investoren mit verschiedenen Risikoneigungen und regulatorischen Hintergründen am Kreditmarkt beteiligen können. Auf der Nachfrageseite könnte diese steigende Vielfalt Chancen auf zwei Ebenen bieten. Zum einen könnten beispielsweise Kredite in verschiedene Risikotranche aufgeteilt werden, was für Geldnehmer den Zugang zu zusätzlichem Kapital bedeuten kann. Zum anderen ist es denkbar, dass alternative Geldgeber die Unternehmen und Projekte finanzieren könnten, die häufig von Banken nicht finanziert werden. Denkbar sind zukünftig somit Geschäftsmodelle, welche die Vorteile klassischer Bankfinanzierungen mit solchen von alternativen Finanzierungsformen verbinden. So könnten beispielsweise Banken für Unternehmen weiterhin Beratungsdienstleistungen aus einer Hand anbieten, die Finanzierung kann aber von mehreren Geldgebern kommen und über eine Plattform arrangiert werden.

Der Schweizer Private Equity Markt ist in den letzten drei Jahren mit über 15 % gewachsen. Daher dürfte auch der Private Debt Markt strukturell mit einer ähnlichen Wachstumsrate in den letzten Jahren ge-

wachsen sein. Aufgrund der Marktgrösse kann jedoch bereits eine einzelne grosse Transaktion die jährlichen Wachstumsraten stark beeinflussen. Die Autoren dieser Studie gehen davon aus, dass bei anhaltendem Private Equity Wachstum und weiterhin stattfindenden nicht-gesponsorten Transaktionen, der Schweizer Markt auch zukünftig mit einer zweistelligen Prozentzahl wächst. Zum Wachstum tragen auch die Aktivitäten im Bereich Crowdfunding / Marketplace Lending bei, auch wenn sich diese in absoluten Zahlen betrachtet noch immer auf einem tiefen Niveau befinden.

**These 4:**

**Der Private Debt Markt Schweiz wird weiterhin mit zweistelligen Wachstumsraten wachsen, solange das Wachstum von Private Equity Transaktionen anhält.**

Der Private Debt Markt Schweiz gemäss engerer Definition dürfte in Zukunft weiterhin mit einer zweistelligen Prozentzahl wachsen. Wobei das Volumen nach wie vor insbesondere von Private Equity-gesponsorten Transaktionen abhängig bleiben wird. Der nicht-gesponsorte Bereich von Private Debt wird aber vermehrt zum Wachstum beitragen.

Wie die Gespräche mit den Investoren zeigen, erachten diese Investitionen in Private Debt als sehr attraktiv. Die Allokationen haben in der Vergangenheit tendenziell zugenommen. Aus Investorensicht gibt es verschiedene Möglichkeiten in Private Debt zu investieren. Neben Anlagen in Private Debt Fondsvehikel sind teilweise auch direkte Kreditvergaben an Schweizer Unternehmen möglich. Bei Pensionskassen wird letzteres nicht unter den alternativen Anlagen klassifiziert, sondern zu den Anlagen in Nominalwerte beziehungsweise «festverzinsliche Schweiz» hinzugerechnet. Aus den geführten Interviews kann gefolgert werden, dass die Investitionsbereitschaft hoch ist. Mit Anlagen in Private Debt erhoffen sich die Investoren eine höhere Rendite als von Anlagen in vergleichbare liquide Vermögenswerte – die Renditeaufschläge reichen von 25 bis zu 200 Basispunkten. Allerdings gilt es aus Investorensicht die Risiken nicht zu unterschätzen.

**These 5:**

**Das Interesse der Investoren an Private Debt ist und bleibt gross, obwohl im momentanen Umfeld die Renditen wahrscheinlich etwas tiefer als in der jüngeren Vergangenheit sein werden.**

Auch wenn die Performance in Zukunft sinken dürfte, bleibt Private Debt – sowohl international als auch in der Schweiz – bis auf weiteres für Investoren eine attraktive Assetklasse und es wird weiter neues Geld investiert. Die Höhe des Neugeldes ist jedoch stark prozyklisch und eine weitere Finanzkrise würde das Wachstum bremsen oder zu Abflüssen führen.

In den letzten Jahren haben sich – wie auch auf internationaler Ebene – verschiedene interessante Entwicklungen im Hinblick auf eine voranschreitende Desintermediation des Bankenmarktes ereignet. Neben dem Leasingmarkt, welcher in der Schweiz schon gesättigt ist, können insbesondere das starke Wachstum der Hypothekenanlagen durch Schweizer Versicherungen und Pensionskassen, die Kooperation der Credit Suisse mit Patrimonium im Bereich Private Debt, die Schaffung Schweizer Hypothekenfonds und das weitere Wachstum von Crowdfunding / Marketplace Lending erwähnt werden. Weiter ist es denkbar, dass in Zukunft Unternehmen den Weg über sogenannte «Token Offerings» wählen und digitale Vermögenswerte schaffen, die sich auf Teile des Fremdkapitals beziehen. Im Vergleich zu der absoluten Grösse des gesamten Schweizer Kreditmarktes und Kapitalmarktes stellen diese Anlageklassen

aber immer noch Nischen dar.

**These 6:**

**Alternative Finanzierungsformen begünstigen eine weitere Desintermediation des Bankenmarktes, aber innovative Banken nützen diesen Trend zu ihrem Vorteil.**

In den letzten Jahren haben sich verschiedene interessante Entwicklungen im Hinblick auf eine voranschreitende Desintermediation des Bankenmarktes ereignet. Diese alternativen innovativen Finanzierungsformen werden weiter wachsen. Die aktuellen Private Debt Volumina sind im Verhältnis zum gesamten Fremdkapitalmarkt so tief, dass das Potenzial für weiteres Wachstum gross ist.

Sowohl internationale als auch nationale Beispiele zeigen, dass einige Banken die Entwicklungen von Private Debt eng verfolgen. Es ist aus Sicht der Autoren ein Trugschluss zu glauben, dass ein starkes Wachstum des Private Debt Marktes in der Schweiz unter Ausschluss der Banken stattfinden wird. Diese verfügen über viele etablierte Kundenbeziehungen. Der Einbezug von Banken in die Entwicklung des Private Debt Marktes wird entweder über die Gründung von eigenen Plattformen oder über die Beteiligung an bestehenden Plattformen geschehen.

## Interviewverzeichnis

Im Rahmen dieser Studie wurden mit fünf Pensionskassen mit AuM per Ende 2017 von insgesamt rund CHF 48 Mrd. und mit fünf Schweizer Fonds / Brokern Interviews geführt:

- Interview Pensionskasse 1 am 30. November 2018.
- Interview Pensionskasse 2 am 2. Dezember 2018.
- Interview Pensionskasse 3 am 3. Dezember 2018.
- Interview Pensionskasse 4 am 30. Januar 2019.
- Interview Pensionskasse 5 am 5. Februar 2019.
- Interview Schweizer Fonds / Broker 1 am 22. Januar 2019.
- Interview Schweizer Fonds / Broker 2 am 22. Januar 2019.
- Interview Schweizer Fonds / Broker 3 am 22. Januar 2019.
- Interview Schweizer Fonds / Broker 4 am 23. Januar 2019.
- Interview Schweizer Fonds / Broker 5 am 19. Februar 2019.

## Bibliographie

- BIZ (2019), Bank of International Settlements, URL: <https://stats.bis.org/statx/toc/SEC.html>  
(abgerufen am 28. März 2019)
- Böni, P. & Silins, T. (2019). Performance von Private-Debt-Fonds. Absolut Report – neue Perspektiven für institutionelle Investoren 01|2019. Absolut Research GmbH.
- Bundesamt für Statistik BFS (2019). Die berufliche Vorsorge in der Schweiz – Pensionskassenstatistik.  
URL: <https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/soziale-sicherheit/berufliche-vorsorge.html>  
(abgerufen am 28. März 2019).
- Credit Suisse (2018). Medienmitteilung vom 18. Dezember 2018. Erfolgreiche Lancierung des Private Debt Fund.
- Deallogic (2018). Loan Highlight: Full Year 2018.
- Deloitte (2018). Direct Lenders: seizing opportunity in an uncertain world. Deloitte Alternative Lender Tracker Autumn 2018.
- Dietrich, A. & Amrein, S. (2019). Crowdfunding Monitoring. Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ / Hochschule Luzern – Wirtschaft.
- Dietrich, A., Amrein, S., von der Heyde, F., Heuermann, A. & Rüdüsühli, M., (2019). Crowdfunding Survey 2019. PricewaterhouseCoopers und Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ / Hochschule Luzern – Wirtschaft.
- EZB (2019). ECB Economic Bulletin, Issue 1/2019.
- FINMA (2019). Versicherer-Report. URL: <http://www.versichererreport.finma.ch/reportportal/>  
(abgerufen am 28. März 2019).
- Funding Circle/Alcentra (2018), Medienmitteilung vom 7. September 2018.
- GCA Altium (2018). GCA Altium MidCap Monitor Q3 2018.
- Giuzio, M., Gintschel, A. & Paterlini, S. (2018). The Components of Private Debt Performance. The Journal of Alternative Investments, 2018, 20 (4).
- Hochschule Luzern/SECO (2017) – Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ & SECO. Studie zur Finanzierung der KMU in der Schweiz 2016.
- Howells, P. & Bain, K. (2007). Financial Markets and Institutions. 5. Auflage. Essex: Pearson Education.
- Institute for Private Capital (2018). Performance of Private Credit Funds: A First Look, Shawn Munday,

Wendy Hu, Tobias True, Jian Zhang, May 2018.

Jordan, T. J. (2008). Finanzierung von Hypotheken: Pfandbriefe und Verbriefungen im Lichte der Finanzkrise – SNB / Generalversammlung der Pfandbriefbank Schweizerischer Hypothekarinstitute Zofingen, 15. Mai 2008.

KPMG (2019). Clarity on Mergers & Acquisitions January 2019.

Lengwiler, C., Seiler, Y. & Amrein, S. (2018). Immobilienfinanzierung und deren aktuelle Regulierung. In A. Jans, C. Lengwiler, & M. Passardi (Hrsg.), Krisenfeste Schweizer Banken? Die Regulierung von Eigenmitteln, Liquidität und «Too big to fail» (S. 319–360). Zürich: NZZ Libro.

Munday, S., Hu, W., True, T. & Zhang, J. (2018). Performance of Private Credit Funds: A First Look. The Journal of Alternative Investments, 2018, 21 (2).

Partners Group (2019). Geschäftsbericht 2018.

Preqin (2018a). 2018 Preqin Global Private Debt Report.

Preqin (2018b). The Future of Alternatives.

Preqin (2019). 2019 Preqin Global Private Debt Report.

Schweizer Leasingverband (2000 – 2017). Schweizer Leasingverband, SLVASSL, Geschäftsberichte 2000 – 2017.

Schweizerische Nationalbank. Datenportal. Unternehmenskredite nach Betriebsgrösse. URL: <https://data.snb.ch> (abgerufen am 4. November 2018).

S&P Capital (2019). Leverage Loan Primer. URL: [www.spglobal.com/marketintelligence/en/pages/toc-primer/lcd-primer](http://www.spglobal.com/marketintelligence/en/pages/toc-primer/lcd-primer) (abgerufen am 28. März 2019).

University of Cambridge (2018a). The 3<sup>rd</sup> Americas Alternative Finance Industry Report. Reaching new Heights. Cambridge Centre for Alternative Finance.

University of Cambridge (2018b). The 5<sup>th</sup> UK Alternative Finance Industry Report. Cambridge Centre for Alternative Finance.

White Clarke (2019). White & Clarke Global Leasing Report 2019.

## Auftraggeber



Die 1890 gegründete Schweizer Kantonalbank (SZKB) ist mit rund 550 Mitarbeitenden die führende Bank im Kanton Schwyz. Sie betreibt 23 Filialen und bietet in fünf Gewerbekundenzentren, zwei Private Banking Standorten, einem Vorsorgezentrum, einem Kompetenzzentrum für Firmenkunden und einem Kundenzentrum spezifische Dienstleistungen an. Zu ihren Kunden zählen Privatpersonen, Anlagekunden, kleine und mittlere Unternehmungen sowie öffentlich-rechtliche Körperschaften. Ihr Kerngeschäft umfasst die Konto- und Sparkontoführung, die Immobilien- und Firmenfinanzierung, die Depotführung, das Festlegen von Anlagestrategien, das Führen von Vermögensverwaltungsmandaten für private und institutionelle Kunden, die Nachfolgeplanung und Vorsorgethemen. Die SZKB ist eine selbständige Anstalt des kantonalen öffentlichen Rechts. Sie verfügt über Staatsgarantie und ein AA+-Rating von Standard & Poor's.



*The art of capital management, since 1947.*

Remaco ist eine FINMA-regulierte Effektenhändlerin und berät Investoren bei Private Debt-Investitionen. In diesem Bereich ist das Unternehmen auch aktiv in der Forschung mit nationalen und internationalen Universitäten und Fachhochschulen tätig. Gegründet vor über 70 Jahren ist Remaco unabhängig und partnergeführt und konzentriert sich auf das Asset Management für Private Debt, Corporate Finance und Advisory Services. Als Mitglied von Nexia International, einem globalen Top-10-Netzwerk von Wirtschaftsprüfern und Beratern (nexia.com), deckt Remaco auch internationale Kundenbedürfnisse in über hundert Ländern ab.

# Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ

Das Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern – Wirtschaft ist das führende Fachhochschulinstitut im Finanzbereich in der Schweiz. Das IFZ bietet Forschungs- und Beratungsdienstleistungen an und verfügt über ein breites Weiterbildungsangebot für Fach- und Führungskräfte aus der Finanzbranche. Zu der Ausbildungspalette des IFZ gehören auch die Bachelor und Master of Science Studiengänge mit Fachrichtung Banking & Finance. Das Weiterbildungsangebot des Instituts für Finanzdienstleistungen Zug IFZ umfasst die folgenden Studiengänge:

## Master of Advanced Studies MAS

- MAS Bank Management
- MAS Controlling
- MAS Corporate Finance
- MAS Economic Crime Investigation
- MAS Immobilienmanagement
- MAS Pensionskassen Management
- MAS Private Banking & Wealth Management
- MAS Risk Management

## Diploma of Advanced Studies DAS

- DAS Accounting
- DAS Bank Management
- DAS Compliance Management
- DAS Controlling
- DAS Corporate Finance
- DAS Economic Crime Investigation
- DAS Pensionskassen Management
- DAS Private Banking & Wealth Management
- DAS Risk Management

## Certificate of Advanced Studies CAS

- CAS Accounting
- CAS Anlageberatung
- CAS Asset Management
- CAS Commodity Professional
- CAS Controlling
- CAS Digital Banking
- CAS Digital Controlling
- CAS Enterprise Risk Management
- CAS Financial Investigation
- CAS Financial Management
- CAS Financial Transactions
- CAS Finanz- und Rechnungswesen für Juristen
- CAS Finanzmanagement für Nicht-Finanzfachleute
- CAS Führungskompetenz für Finanzfachleute
- CAS Funding & Treasury
- CAS Gesamtbanksteuerung
- CAS Governance, Risk and Compliance
- CAS Sales und Marketing im Banking
- CAS Swiss Certified Treasurer (SCT®)
- CAS Tax Compliance Management for Financial Institutions
- CAS Turnaround Management
- CAS Verwaltungsrat

## Autoren



**Thomas K. Birrer** | Prof. Dr. rer. pol.

Dozent und Projektleiter

Thomas K. Birrer (1982) ist Dozent und Projektleiter am Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern. Er hat an der Hochschule Luzern Betriebsökonomie studiert und promovierte an der Universität Basel. In seiner Dissertation untersuchte er den Umgang mit Währungsrisiken in Schweizer Unternehmen. Am IFZ leitet er die Studiengänge MAS Corporate Finance und CAS Swiss Certified Treasurer (SCT®). Zudem unterrichtet er in der Aus- und Weiterbildung mit den Schwerpunkten Corporate Finance und Financial Risk Management.



**Manuel Bauer** | Dr. rer. pol.

Dozent

Manuel Bauer (1972) ist Dozent am Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern. Er hat an der Universität Fribourg/CH Betriebswirtschaft studiert und anschliessend doktortiert. Er war 13 Jahre im Investmentbanking bei der UBS und Morgan Stanley tätig und leitete sechs Jahre das Corporate Finance Team der Partners Group. Er ist Verwaltungsrat und Leiter des Audit Committee der Hoval Gruppe.



**Simon Amrein** | MSc

Senior Wissenschaftlicher Mitarbeiter

Simon Amrein (1985) ist Doktorand am European University Institute EUI in Florenz und seit 2009 wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern – Wirtschaft. Er verfügt über einen Master of Science in Banking and Finance von der Hochschule Luzern – Wirtschaft, einen Master of Science in Economic History von der London School of Economics and Political Science und einen Master of Research.

**Hochschule Luzern – Wirtschaft**  
Institut für Finanzdienstleistungen Zug  
IFZ

Grafenauweg 10  
Postfach 7344  
6302 Zug

T +41 41 757 67 67  
ifz@hslu.ch  
hslu.ch/ifz

ISBN 978-3-906877-52-5