

**Privatmärkte**

Die Zukunft des Finanzwesens

# **Private Debt: Mittelstands- finanzierung**

**BlackRock**

NUR FÜR PROFESSIONELLE KUNDEN. MARKETINGMATERIAL

# Zentral für die Wirtschaft

Februar 2024

## Autoren



**James Keenan**  
Chief Investment Officer und  
Global Head of Private Debt



**Stephan Caron**  
Leiter der Abteilung European  
Private Debt



**Phil Tseng**  
Co-Leiterin von U.S. Private  
Capital



**Raj Vig**  
Co-Leiterin von U.S. Private  
Capital

## Auf einen Blick

- In den USA und Europa machen mittelständische Unternehmen etwa ein Drittel der Beschäftigten und des Bruttoinlandprodukts (BIP) aus, und das Wachstum dieser Firmen ist erheblich.
- Die strengeren Kreditvergabestandards der Banken und der strukturelle Wandel an den öffentlichen Anleihemärkten hin zu größeren Transaktionen haben bei vielen mittelständischen Unternehmen zu einem Finanzierungsdefizit geführt.
- Private-Debt-Kredite an mittelständische Unternehmen des mittleren Segments zu vergeben erfordert im Vergleich zur Vergabe an größere Unternehmen zwar häufig mehr Aufwand bei Sourcing und Due Diligence. Aber solche Kredite können auch höhere Spreads und mehr Schutz für Anleger bieten.
- Wir sehen in Investitionen in Unternehmen ohne Private-Equity-Beteiligungen („non-sponsored“) eine bedeutende Chance im mittleren mittelständischen Segment.

## Einführung

Im gesamtwirtschaftlichen Kontext übersieht man teilweise den Mittelstand in den USA und Europa – und damit einen wichtigen Bereich, der unserer Ansicht nach überzeugende Private-Debt-Chancen bietet.

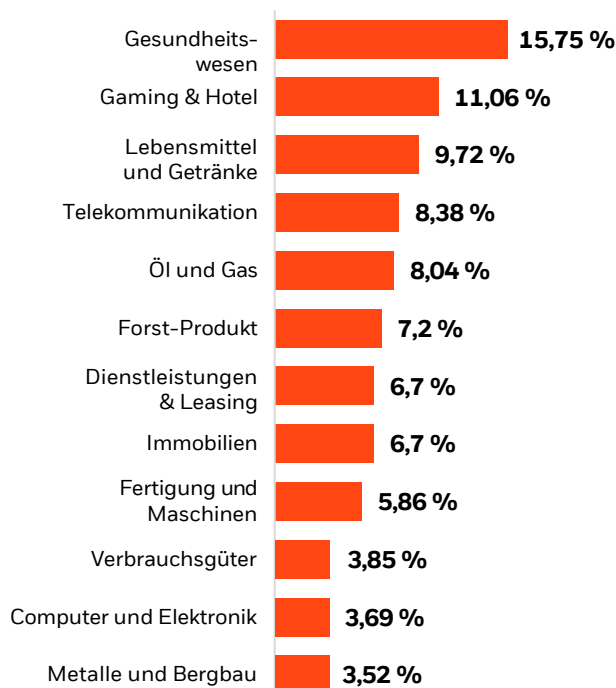
Als mittelständische Unternehmen gelten in den USA Unternehmen mit einem Jahresumsatz zwischen 10 Mio. und 1 Mrd. USD. In Europa gibt es unterschiedliche Definitionen: In Großbritannien und Deutschland werden Unternehmen mit einem Jahresumsatz zwischen 20 Mio. und 1 Mrd. Euro zum Mittelstand gezählt, in Italien solche, die zwischen 5 Mio. und 250 Mio. Euro pro Jahr umsetzen.<sup>1</sup>

In der EU gibt es etwa 200.000 Mittelstandsunternehmen und ebenso viele in den USA. Etwa ein Drittel der Beschäftigten und des BIP in den USA verantwortet der Mittelstand, und in Europa ist ihr Anteil an der Wirtschaftstätigkeit ähnlich hoch.<sup>1</sup>

2022 und 2023 war das Wachstum mittelständischer Unternehmen in Bezug auf Umsatz und Beschäftigung zweistellig.<sup>1</sup> Obwohl der Mittelstand zusammengenommen eine beträchtliche Größe und Wirtschaftskraft vorzuweisen hat, fehlen ihm heute die Kapital- und Finanzierungsmöglichkeiten, die er früher hatte.

## Sektor-Vielfalt

2023 deckten US-Mittelstandskredite ein breites Spektrum an Sektoren ab<sup>2</sup>



Quelle: 1. The National Center for the Middle Market, 2023; 2. Pitchbook LCD, Q4 2023.

NUR FÜR PROFESSIONELLE KUNDEN

## Kapitalbedarf

In den letzten 20 Jahren haben sich die traditionellen Banken aus der Finanzierung mittelständischer Unternehmen zurückgezogen. Dies hat die Tür für private Kreditgeber geöffnet, die zunehmend zur wichtigsten – und manchmal einzigen – Option für Kreditnehmer aus dem Mittelstand werden.

2022 belebte sich die Kreditvergabe der Banken an den Mittelstand zwar, aber die Bankenkrise 2023 versetzte dieser Entwicklung wieder einen Dämpfer. Weil sich die öffentlichen Anleihemärkte weiterhin auf größere Unternehmen und Deals konzentrieren, geben die Banken noch immer zu wenig Kredite an den Mittelstand.

Gleichzeitig haben sich die Präferenzen mittelständischer Kreditnehmer deutlich zugunsten privater Kreditgeber verschoben. Die Gründe dafür sind, dass private Kreditgeber einzigartige Finanzierungslösungen und Ausführungssicherheit bieten können sowie die Flexibilität, die sich aus einer langfristigen Zusammenarbeit ergibt. Denn Letztere dauert in der Regel bis zur Fälligkeit und damit drei oder mehr Jahre.

Mit Private Debt in den Mittelstand zu investieren bedeutet für Anleger, dass sie unter Umständen höhere Spreads und mehr strukturellen Schutz erhalten können als über breit angelegte syndizierte Kredite.

## Marktprofil

Es gibt keinen Prototyp einer mittelständischen Firma. Die Unternehmen sind in sehr unterschiedlichen Regionen und Sektoren tätig – von niederländischen Medizintechnikunternehmen über Fuhrparkbetreiber im Mittleren Westen der

USA bis hin zu lokal agierenden Pizzeria-Ketten. Was diese Unternehmen teilen, ist ihr Ansatz beim Zugang zur Finanzierung. Je größer sie werden, desto strategischer schauen sie in der Regel auf ihre Kredite, führen Verschuldungsziele ein sowie systematischere Prozesse zur Bewertung der Fremdfinanzierung.<sup>1</sup> Viele dieser Unternehmen sind eigentümergeführt, und ihre Preissensibilität kann niedriger sein. Mehr als die Hälfte (54 %) der Befragten gab in einer kürzlich durchgeführten Umfrage an, dass ein Anstieg der Zinssätze sie nicht dazu veranlassen würde, ihre Wachstumspläne zu ändern.<sup>1</sup>

Zwar wenden sich die meisten Unternehmen in diesem Bereich nach wie vor in erster Linie an Banken, doch können sich ihre Prioritäten bei der Auswahl eines Kreditgebers so verschieben, dass private Kreditgeber an Attraktivität gewinnen.

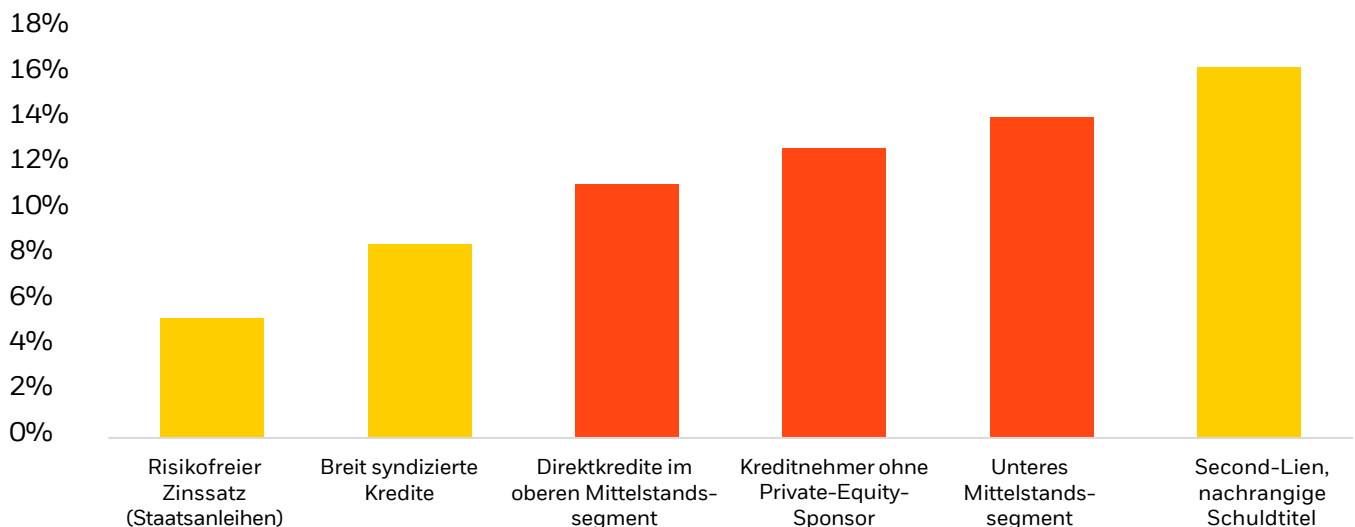
Je größer mittelständische Unternehmen werden, desto mehr von ihnen nutzen Private Debt. Bei Unternehmen mit einem Umsatz von 50 bis 100 Mio. USD macht Private Debt im Durchschnitt 40 % ihrer Schuldenlast aus,<sup>1</sup> gegenüber nur 26 % bei Unternehmen mit einem Umsatz zwischen 10 und 50 Mio. USD.

## Die größten Chancen

Das Umfeld für private Mittelstandskredite ist insgesamt günstig. Besonders attraktive Chancen bieten sich unserer Ansicht nach dabei im mittleren Mittelstandssegment. Darunter verstehen wir Unternehmen mit einem Jahres-EBITDA zwischen 10 Mio. und 50 Mio. Euro in Europa und 25 Mio. und 75 Mio. USD in den USA. Transaktionen in diesem Bereich werden in der Regel entweder von einem Kreditgeber oder über Club Deals mit höchstens fünf institutionellen Investoren gezeichnet.

## Erstklassige Spreads

Mittelstandskredite können attraktive risikobereinigte Renditen erzielen<sup>2</sup>



Quellen: 1. "Access to capital - How small and mid-size companies are funding their futures", NCMM und Milken Institute, 2023.

2. Cliffwater; 2023 Q3 Report on U.S. Direct Lending.

NUR FÜR PROFESSIONELLE KUNDEN

Größere Kreditnehmer verlassen sich hingegen eher auf die Finanzierung durch Banken sowie Kreditgeber, die sich auf den Mittelstand spezialisiert haben. Alles in allem können Kredite an mittelständische Unternehmen aus dem mittleren Marktsegment einen besseren Schutz und höhere Spreads bieten als Kredite an größere Firmen. Allerdings nehmen diese Unternehmen in der Regel auch kleinere Beträge auf und ihre Netzwerke sind begrenzter.

Hinzu kommt, dass Kredite an solche Firmen eine umfangreichere Due-Diligence-Prüfung durchlaufen müssen. Dies kann das Deal-Sourcing in großem Umfang erschweren. Kleinere Unternehmen können auch höhere geschäftliche und operative Risiken mit sich bringen. Es ist möglich, dass es bei der Kreditvergabe an Firmen aus diesem Segment mehr Schutz in Form von Covenants und Deal-Strukturierung braucht, um eine attraktive Rendite in Aussicht zu stellen.

Wir sind aber davon überzeugt, dass Unternehmen aus dem mittleren Mittelstandssegment viele der Vorteile größerer Firmen bieten können, so sind ihre Infrastruktur und Governance-Prozesse meist gut entwickelt. Dies kann dazu beitragen, Risiken durch unerwartete Ereignisse zu minimieren.

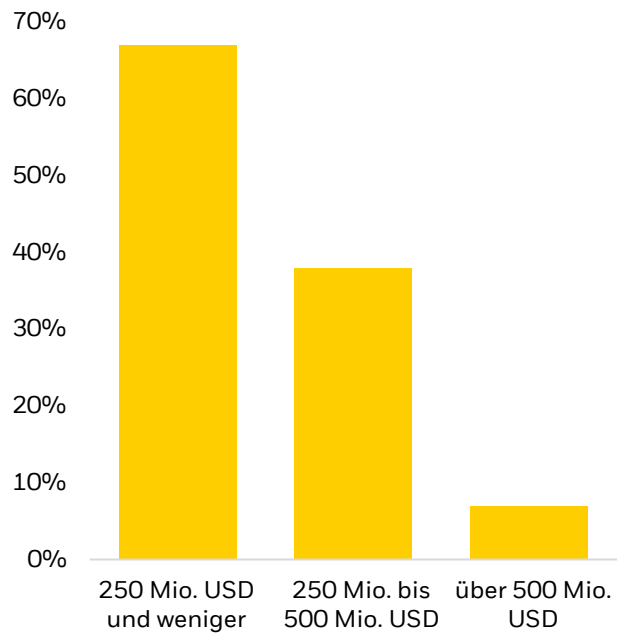
Darüber hinaus sehen wir erhebliches Aufwärtspotenzial im mittleren Mittelstand verglichen mit dem darüber liegenden Segment, wo mehr Kreditgeber um die Deals konkurrieren. Der geringere Wettbewerb im mittleren Marktsegment führt zu breiteren Spreads für die Kreditgeber und damit mehr Einfluss auf die Preisgestaltung und bessere Möglichkeiten für Outperformance.

Ein Hauptgrund, warum uns dieses Segment gefällt, ist der Anlegerschutz. Die Kredite sind maßgeschneidert: Die Bedingungen werden direkt zwischen Kreditnehmer und Kreditgeber ausgehandelt. In der Regel sind kleinere Kreditnehmer eher bereit, den Kreditgebern Covenants und andere Absprachen zu gewähren.

Die meisten mittelständischen Unternehmen aus dem mittleren Segment sind auch bereit, mit den Kreditgebern zusammenzuarbeiten und die Kreditstruktur mit niedrigeren Beleihungsquoten und höheren Eigenkapitalpolstern zu optimieren.

## Mehr Covenants

Der Anteil der Transaktionen im mittleren Marktsegment mit Maintenance Covenants, nach Deal-Volumen



Quelle: Moody's Investors Services, 30. September 2023.

Kreditgeber können häufig auch eine Vorfälligkeitsschutz aushandeln sowie die Möglichkeit, die Berichterstattung anzupassen, um die Geschäftstätigkeit und die Wertentwicklung der Firma besser im Blick zu behalten.

Außerdem sind Maintenance Covenants (spezifische Gläubigerschutzbestimmungen), die im oberen Mittelstandssegment seltener geworden sind, im mittleren Segment nach wie vor zugänglich.

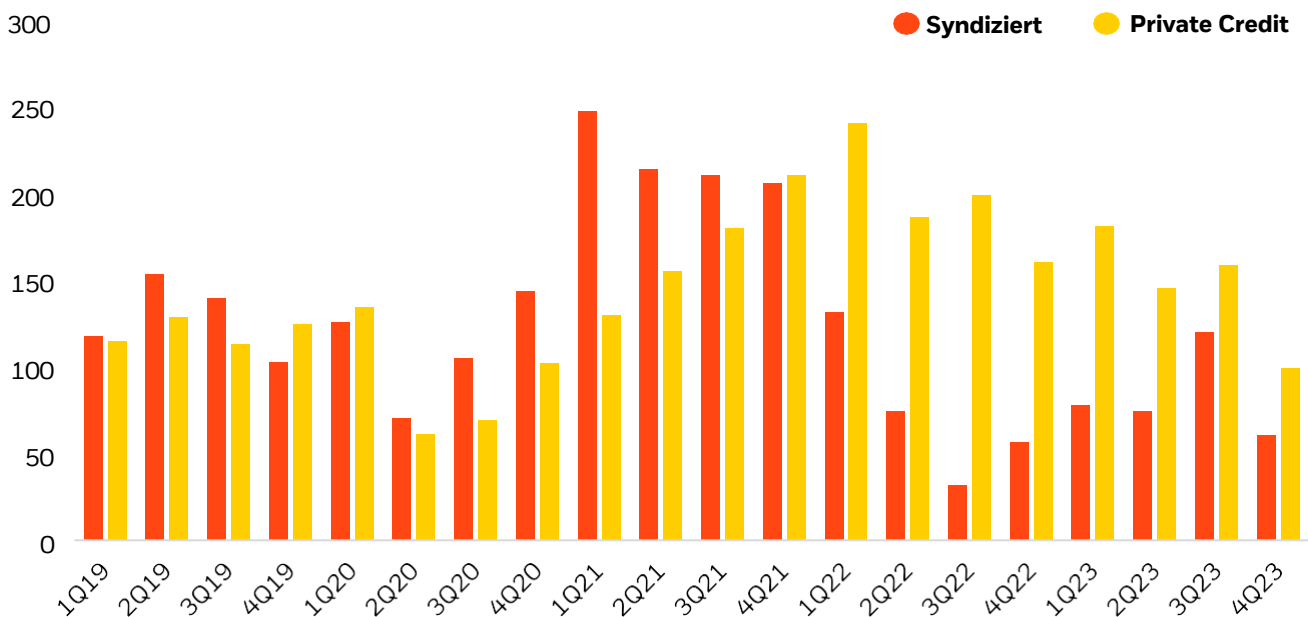
## Herausforderungen und Chancen

Da der Mittelstand wächst, steigt auch sein Finanzierungsbedarf. Kredite an mittelständische Unternehmen können attraktive risikobereinigte Renditen mit breiteren Spreads und mehr vertraglichem Schutz bieten. Aber Anleger müssen sorgfältig vorgehen, um Erfolg zu haben.

Mittelstand	Unteres Segment	Mittleres Segment	Oberes Segment
<b>Unternehmensgröße EBITDA (USD und Euro)</b>	bis 25 Mio. USD bis 10 Mio. Euro	25 bis 75 Mio. USD 10 Mio. bis 50 Mio. Euro	75 Mio. bis 150 Mio. USD 50 Mio. bis 100 Mio. Euro
<b>Typischer Kreditgeber</b>	Geschäftsbanken, Kredite von einem Kreditgeber oder Club Deals	Geschäftsbanken, Kredite von einem Kreditgeber oder Club Deals mit einem bis fünf Kreditgebern	Investmentbanken, spezielle Kreditgeber für den Mittelstand, Club Deals oder Syndizierung

## Privat wird immer beliebter

Private Kredite mittelständischer Unternehmen wachsen verglichen mit breit syndizierten Krediten



Quelle: Pitchbook LCD, 30. November 2023. Das Diagramm setzt sich aus Daten für LBO- und Nicht-LBO-Transaktionen zusammen. Die Anzahl der privaten Kredite basiert auf den von LCD News erfassten Transaktionen.

Der Markt für Mittelstandskredite ist regional und je nach Branche sehr unterschiedlich aufgestellt. Echte Chancen zu finden kann angesichts der Vielzahl von Unternehmen und der begrenzten Informationen, die den Kreditgebern zur Verfügung stehen, eine Herausforderung sein. Risikokapital- und Private-Equity-Firmen können für private Kreditgeber zuverlässige Wege ebnen – was in diesem Bereich von entscheidender Bedeutung ist. Finanzierungen für Unternehmen, die von solchen Investoren unterstützt werden, werden als „sponsored“ bezeichnet. Tatsächlich spielt der Sponsor oft eine wichtige Rolle bei der Einwerbung und Aushandlung von Krediten.

Als „non-sponsored“ Deals bezeichnet man demgegenüber Kredite an Unternehmen, die nicht von einem Risikokapital- oder Private-Equity-Investor unterstützt werden. Hier arbeitet der Kreditgeber direkt mit dem Unternehmen zusammen, oft ohne eine Bank oder einen anderen Vermittler einzuschalten.

In der Vergangenheit haben viele Private-Debt-Investoren sponsored Deals non-sponsored Deals vorgezogen. Denn Sponsoren können wertvolle Beratung und Einblicke sowie zusätzliches Eigenkapital in Krisenzeiten bieten.

Darüber hinaus unterstützen Sponsoren Kreditnehmer häufig auch, indem sie potenziellen Kreditgebern nützliche Informationen zur Verfügung stellen und zur Beschleunigung von Finanzierungs- und die Diligence-Prozessen beitragen.

Für die Kreditvergabe an Unternehmen ohne Sponsoren ist in der Regel ein erfahrener Kreditgeber erforderlich, der über die

Ressourcen und das Fachwissen für eine intensivere Due-Diligence-Prüfung und Kreditanalyse verfügt.

Dies kann zwar gelegentlich zusätzliche Herausforderungen mit sich bringen. Insgesamt bieten die Chancen bei non-sponsored Deals aber erhebliche Vorteile, die dieses mögliche Risiko kompensieren.

Es gibt nur eine begrenzte Anzahl privater Kreditgeber, die die Begleitung von non-sponsored Deals leisten können. Zudem fehlen Unternehmen ohne Sponsoren Risikokapital- oder Private-Equity-Partner, die sie bei der Kreditaufnahme unterstützen können. Daher haben diese Unternehmen in der Regel nicht so viele Interessenten für ihre Kredite. Dies verbessert wiederum die Verhandlungsposition der Kreditgeber mit Blick auf die Preise und den Schutz vor Verlusten, was zu einem besseren Risiko-Ertrags-Verhältnis führen kann.

Für Kreditgeber ist es wichtig, in Reaktion auf Marktereignisse auf verschiedene Sourcing-Kanäle zugreifen zu können. Wenn es also weniger von Sponsoren unterstützte M&A-Aktivitäten gibt, können sie immer noch auf non-sponsored Deals zugreifen, ohne bei den wichtigsten Vereinbarungen Abstriche machen zu müssen.

Aufgrund der Rolle, die mittelständische Unternehmen in der Weltwirtschaft spielen, ist es essenziell, dass sie bei Bedarf Zugang zu Kapital haben. Außerdem bietet dieses Segment unserer Meinung nach einzigartige Chancen für Kreditgeber, die diesen Unternehmen das erforderliche Kapital zur Verfügung stellen, damit sie ihre Geschäftstätigkeit weiter ausbauen können.

## WICHTIGE INFORMATIONEN

Dieses Material wird nur zu Bildungszwecken zur Verfügung gestellt und ist nicht als Prognose, Forschung oder Anlageberatung gedacht und stellt keine Empfehlung, kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder zur Anwendung einer Anlagestrategie dar. Die zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ändern. Verweise auf bestimmte Wertpapiere, Anlageklassen und Finanzmärkte dienen lediglich der Veranschaulichung und sind nicht als Empfehlungen gedacht und sollten nicht als solche ausgelegt werden. Die Verwendung der Informationen in diesem Material erfolgt auf eigenes Risiko und nach eigenem Ermessen des Lesers. Das Material wurde ohne Rücksicht auf die spezifischen Ziele, die finanzielle Situation oder die Bedürfnisse eines jeden Anlegers erstellt.

Dieses Material kann "zukunftsgerichtete" Informationen enthalten, die nicht rein historischer Natur sind. Solche Informationen können unter anderem Projektionen, Prognosen und Schätzungen von Erträgen oder Renditen beinhalten.

Es wird nicht zugesichert, dass die dargestellte Performance von den BlackRock-Fonds erreicht wird oder dass alle Annahmen, die bei der Erzielung, Berechnung oder Darstellung der hierin enthaltenen zukunftsgerichteten Informationen oder historischen Performance-Informationen getroffen wurden, bei der Erstellung dieses Materials berücksichtigt oder angegeben wurden. Jegliche Änderungen der Annahmen, die bei der Erstellung dieser Unterlagen gemacht wurden, könnten einen wesentlichen Einfluss auf die hier dargestellten Anlagerenditen haben. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse und sollte bei der Auswahl eines Produkts oder einer Strategie nicht als einziger Faktor berücksichtigt werden.

Diversifizierung ist keine Garantie für Anlageerträge und schließt das Verlustrisiko nicht aus.

Die in diesem Material enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus eigenen und fremden Quellen, die von BlackRock als zuverlässig erachtet werden, sind nicht notwendigerweise allumfassend und werden hinsichtlich ihrer Richtigkeit nicht garantiert.

## Risikohinweise

Kapitalanlagerisiko. Der Wert von Anlagen und die daraus erzielten Erträge können sowohl steigen als auch fallen und sind nicht garantiert. Anleger erhalten den ursprünglich angelegten Betrag möglicherweise nicht zurück.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse und sollte nicht der einzige Faktor sein, der bei der Auswahl eines Produkts oder einer Strategie berücksichtigt wird.

Änderungen der Wechselkurse zwischen Währungen können dazu führen, dass der Wert von Anlagen sinkt oder steigt. Bei Fonds mit höherer Volatilität können die Schwankungen besonders ausgeprägt sein, und der Wert einer Anlage kann plötzlich und erheblich fallen. Die Höhe und Grundlage der Besteuerung kann sich von Zeit zu Zeit ändern und hängt von den persönlichen Umständen ab.

## Rechtliche Informationen

**Dieses Material ist lediglich zur Weitergabe an professionelle Kunden (laut Definition in den Vorschriften der britischen Finanzmarktaufsichtsbehörde oder den MiFID-Regeln) bestimmt und sollte nicht von anderen Personen als Entscheidungsgrundlage herangezogen werden.**

**Dieses Dokument ist Marketingmaterial.**

**Im Europäischen Wirtschaftsraum (EWR):** herausgegeben von BlackRock (Netherlands) B.V., einem Unternehmen, das von der niederländischen Finanzmarktaufsicht zugelassen ist und unter ihrer Aufsicht steht. Eingetragener Firmensitz: Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam, Tel.: +31(0)-20-549-5200. Handelsregister Nr. 17068311. Zu Ihrem Schutz werden Telefonate üblicherweise aufgezeichnet.

Alle hier angeführten Analysen wurden von BlackRock erstellt und können nach eigenem Ermessen verwendet werden. Die Resultate dieser Analysen werden nur bei bestimmten Gelegenheiten veröffentlicht. Die geäußerten Ansichten stellen keine Anlageberatung oder Beratung anderer Art dar und können sich ändern. Sie geben nicht unbedingt die Ansichten eines Unternehmens oder eines Teils eines Unternehmens innerhalb der BlackRock Gruppe wieder, und es wird keinerlei Zusicherung gegeben, dass sie zutreffen.

Dieses Dokument dient nur Informationszwecken. Es stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Anlage in einen BlackRock Fonds dar und wurde nicht im Zusammenhang mit einem solchen Angebot erstellt.

© 2024 BlackRock, Inc. Sämtliche Rechte vorbehalten. BLACKROCK, iSHARES und BLACKROCK SOLUTIONS sind Handelsmarken von BlackRock, Inc. oder ihren Niederlassungen in den USA und anderen Ländern. Alle anderen Marken sind Eigentum der jeweiligen Rechteinhaber.