

zusätzlich auch die Unitranche/Junior-Tranche als (sehr) attraktiv an. Der entsprechende Wert in der BAI-Studie lag bei 45 %. Allerdings wurde hier nicht zusammen nach Unitranche und Junior-Tranche gefragt, sondern nur nach der Unitranche, in der im Normalfall ein Junior-Teil mitenthalten sein kann. Die Steinbeiss-Studie fragt dann explizit nach der Möglichkeit in eine Subordinated-Tranche zu investieren und erhielt hier eine Zustimmung von 34 % aus den Bereichen attraktiv bis sehr attraktiv. In der BAI-Studie wurde nicht explizit nach dieser Tranchen-Variante gefragt, sondern nur die Auswahl entweder in Junior/ Second Lien Tranche, also nachrangige Tranchen, zu investieren oder in alle, inklusive der nachrangigen Tranchen. Hier lag die Zustimmung für nachrangige Second Lien Tranchen bei nur 23 %, also deutlich unter dem Wert der Steinbeiss-Studie. Daher ist anzunehmen, dass ein Teil der Steinbeiss-Subordinated-Investoren bei der BAI-Studie die Möglichkeit „für alle Tranchen“, auch nachrangige, angekreuzt haben, die auf 32 % Zustimmung kam, da in der Regel eine Subordinated-Tranche mit anderen Tranchen aus Risiko-Portfolio-Gründen gemischt wird und selten alleine gehalten wird.

Bei den durchschnittlichen Renditeerwartungen der einzelnen Tranchen scheint es auch eine Übereinstimmung zu geben, die aber vorsichtig interpretiert werden muss. So gaben in der Steinbeiss-Studie die Investoren als durchschnittliche Renditeerwartung für die Senior-Tranche rund 6,4 % an.¹⁰² Dies entspricht der erwarteten Rendite des Kreditfonds durch die Investoren, die innerhalb der Bandbreite von 5 % bis 7 % liegt und zu der im Kapitel 4.4.1 gemachten Angabe für den europäischen Markt. Allerdings lag an zweiter Position in unserer Umfrage die erwartete Rendite des Kreditfonds nur zwischen 3 % und 5 %, und damit eher im Bereich der Senior-Tranche in Deutschland, die bei guten Bonitäten unterhalb des europäischen Durchschnitts liegen dürfte. Dass die Abfrage von Steinbeiss eher für den europäischen Markt gilt, zeigt auch die Renditeerwartung für die Junior/ Subordinated Tranche, die in der Steinbeiss-Studie bei 13 % lag, wogegen die BAI-Studie für Deutschland bei Renditeerwartungen generell keine Treffer jenseits von 12 % erzielen konnte. Hier dürften die Erwartungen der Investoren in den beiden vorliegenden Intervallen verarbeitet worden sein: im Bereich von 7 % bis 10 % und im Bereich von 10 % bis 12 %. Denn die Interviews mit den Asset-Managern im vorherigen Kapitel bestätigten, dass Renditen in Deutschland über 9 % nur unter Beimischung von nachrangigen Tranchen oder Sekundärmarkttransaktionen möglich sind.

Bei der Frage, ob Sponsored- oder Non-Sponsored-Transaktionen von den Investoren bevorzugt werden, ist das Bild der beiden Studien ebenfalls uneinheitlich. So bevorzugen in der Steinbeiss-Studie 32 % der Investoren Sponsored-Transaktionen, 25 % lehnen diese ab.¹⁰³ In der BAI-Studie gaben hingegen 67 % der Investoren an eher in Sponsored-Unternehmenskredite zu investieren als in Non-Sponsored (33 %), und dass obwohl die Investoren in der Regel keinen direkten Kontakt zu den Private-Equity-Eigentümern haben, sondern nur den Kreditfonds-Manager kennen. Diese deutliche Abweichung kann zum einen durch die Art der Fragestellung induziert sein; so konnten die Investoren in der Steinbeiss-Studie auch „unentschlossen“ (43 %) wählen, während in der BAI-Studie eine Entscheidung „erzwungen“ wurde (Ja/Nein-Antwort). Zum anderen muss auch hier wieder auf den unterschiedlichen Schwerpunkt der teilnehmenden Investoren geschaut werden. Denn große Versicherungsgesellschaften verfügen über mehr Anlagekapital als Pensionsfonds und müssen auch die Solvency II Regulierung mit ihrem Durchschau-Prinzip beachten und damit die einzelnen Engagements in einem Kreditfonds im Blick behalten. Dies mag bei der Sponsored-Kreditvergabe von der Anzahl her geringer sein als bei der Non-Sponsored-Kreditvergabe. Pensionsfonds hingegen unterliegen der Anlageverordnung, die die Investitionen in bestimmte Rubriken einteilt, ohne eine detaillierte Pflicht zur laufenden Einzelkontrolle.

Die Regulierung hingegen ist wieder ein Bereich, der in beiden Studien durchaus kritisch beurteilt wird. So können laut der Steinbeiss-Studie rund 55 % der befragten Investoren keine Einschätzung zu den einzelnen Rubriken der Anlageverordnung selbstständig tätigen.¹⁰⁴ Auch in der BAI-Studie gaben 52 % der befragten Investoren an, die Einordnung nach der Anlageverordnung sei schwierig bzw. ohne externe Hilfe nicht zu stemmen. Zudem sehen auch von den großen Versicherungsgesellschaften rund 32 % der Investoren das Durchschau-Prinzip in der Umsetzung nicht als einfach an. Die Steinbeiss-Studie ergab bei einer etwas abgewandelten Fragestellung (regulatorische Hemm-

¹⁰² Vgl. zur Durchschnitts-Renditeerwartung, Steinbeiss-Studie, S. 48

¹⁰³ Vgl. Steinbeiss-Studie, S. 54

¹⁰⁴ Vgl. Steinbeiss-Studie, S. 32