

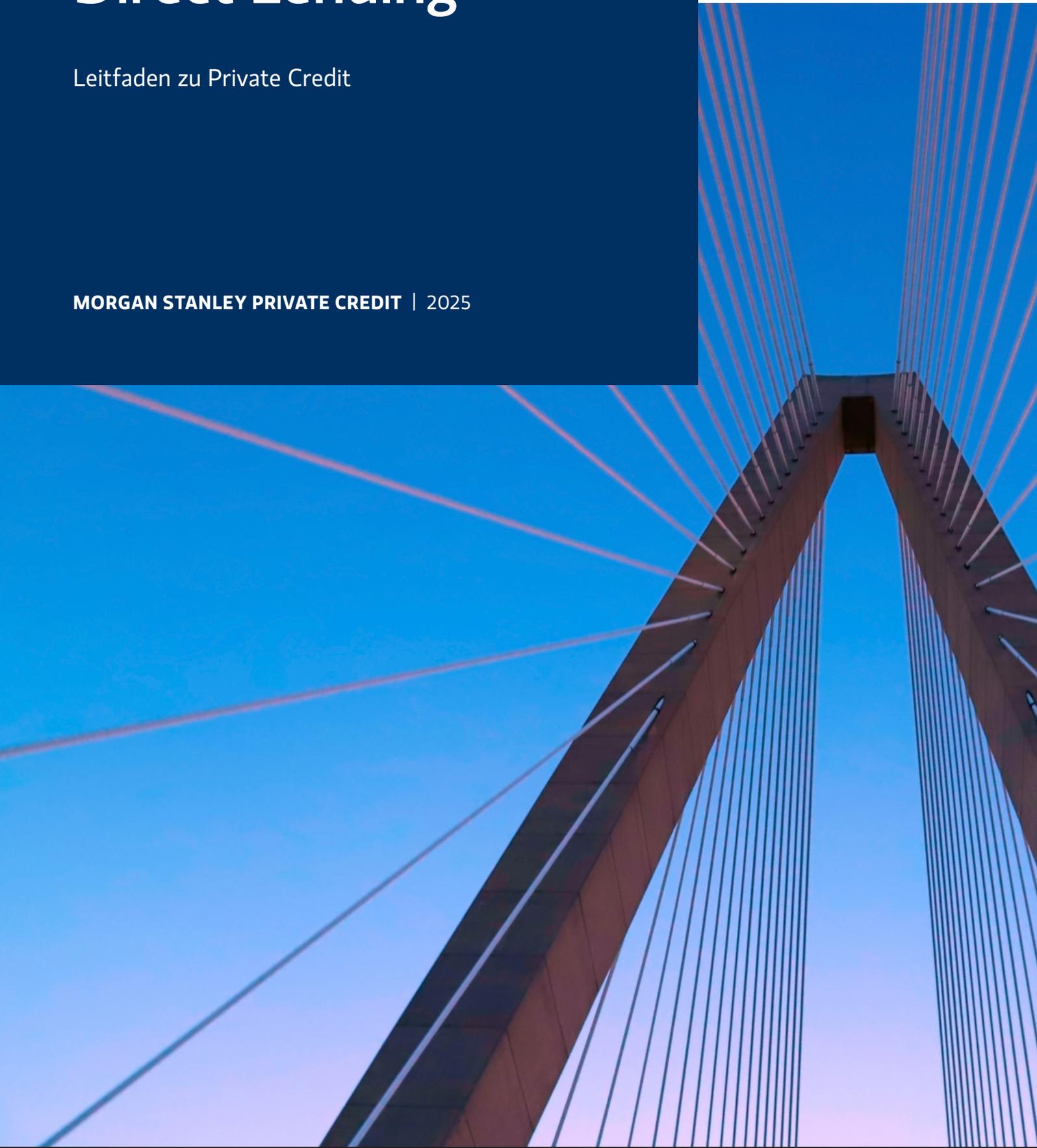
Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

# Evolution von Direct Lending

Leitfaden zu Private Credit

MORGAN STANLEY PRIVATE CREDIT | 2025



1

ÜBERBLICK ÜBER  
PRIVATE CREDIT



3

ÜBERBLICK ÜBER  
DIRECT LENDING

8

MERKMALE VON  
INVESTITIONEN IN  
DIRECT LENDING

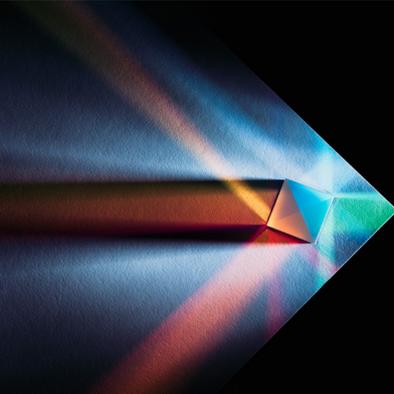


11

WARUM SOLLTEN SIE  
IN DIRECT LENDING  
INVESTIEREN?

16

ANHANG



# Überblick über Private Credit

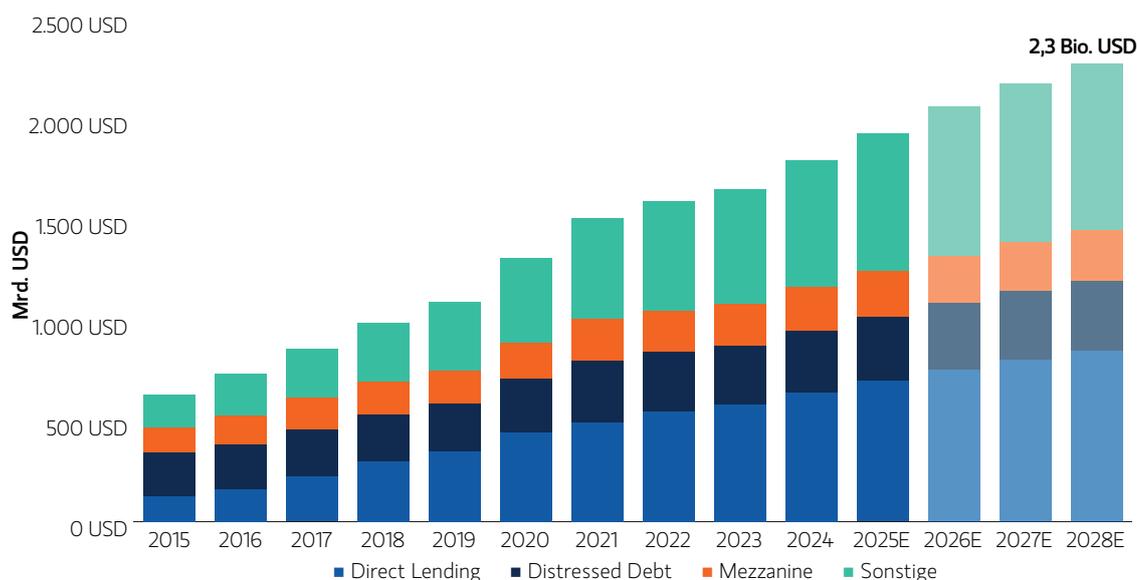
Die Anlage in Private Credit ist eine Möglichkeit, Kapital außerhalb des traditionellen Bankensystems zu verleihen. Die Kreditgeber arbeiten mit den Kreditnehmern zusammen, um privat gehaltene Darlehen, die nicht an öffentlichen Märkten gehandelt werden, zu verhandeln und zu vereinbaren. Die Allokation von Investoren in Private Credit ist in den letzten Jahren beträchtlich gestiegen. Der Markt betrug Ende 2024 rund 1,8 Bio. US-Dollar und dürfte bis 2028 auf 2,3 Bio. US-Dollar anwachsen.<sup>1</sup>

In der Vergangenheit haben sich Unternehmen an Banken gewandt, um sich Geld zu leihen. Die Zahl der US-Banken ist jedoch zwischen 2000 und 2023 um 53% gesunken. Der Großteil dieser Konsolidierung trat in den Jahren nach der globalen Finanzkrise 2008 auf, als aufsichtsrechtliche Auflagen und eine zunehmend konservative Kreditvergabe politik der Banken dazu führten, dass diese bei der Kreditvergabe vorsichtiger vorgehen. In der Folge haben sich die Marktchancen für Private Credit in den letzten Jahrzehnten ausgeweitet, da private Kreditgeber auf den Plan getreten sind, um den Kapitalbedarf zu decken.

Damit Kreditgeber die Kapitaleinsatzbedürfnisse von Investoren mit unterschiedlichen Risiko-Rendite-Profilen erfüllen können, haben sich verschiedene Anlagestrategien in Private Credit entwickelt. Direct Lending, die auf den folgenden Seiten ausführlich diskutiert werden, stellen inzwischen den größten Anteil des verwalteten Vermögens in Private Credit und machten zum 31. März 2024 mehr als ein Drittel des Private-Credit-Sektors aus.



**ABB. 1**  
**Prognostiziertes und historisches Wachstum von Private Credit**

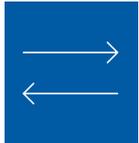


Quelle: PitchBook. Historisches und zum 19. April 2024 prognostiziertes verwaltetes Vermögen.

<sup>1</sup> PitchBook, Bericht: „Private Capital’s Path to \$20 Trillion“.

## Arten von Private Credit

Private Credit besteht in der Regel aus sechs Unterstrategien. Diese Unterstrategien werden entweder nach der Art der Kreditnehmer (z.B. Distressed- oder Venture-Strategien), an die sie verleihen, die Art der gewährten Darlehen (z. B. Direct Lending oder Mezzanine) oder die Art der Sicherheit (z.B. Asset-basiert) eingestuft. Jede Strategie bietet ein unterschiedliches Risiko-Rendite-Profil.



### Direct Lending

Strategien bieten Kredite hauptsächlich für Privatunternehmen des mittleren Marktsegments unterhalb von Investment Grade und konzentrieren sich in der Regel auf die Generierung von laufenden Erträgen wie andere festverzinsliche Anlagen auch. Direct Lending Kreditgeber konzentrieren ihre Anlageaktivität auf erstrangige und Unitranche-Darlehen, was auf den folgenden Seiten ausführlicher beschrieben wird.



### Asset-Based Finance

(Asset-basierte Finanzierung) betrifft eine Vielzahl von Strategien, die auf Vermögenswerte anstatt aktive Unternehmen abzielen. Dieser Bereich umfasst Darlehen auf Sachwerte, wie Immobilien und Infrastruktur, oder über andere Vermögenswerte, wie Unternehmenserträge, Anlageneinnahmen oder andere Vermögenswerte.



### Distressed Debt

bezeichnet die Kreditvergabe an Unternehmen, die aufgrund von Bankrott oder anderen Komplikationen, die ihnen den Schuldendienst erschweren, notleidend sind. Ziel eines solchen Kredits ist es, im Anschluss an den Turnaround des Unternehmens Gewinne zu erzielen. Distressed Debt weist ein Risiko-Rendite-Profil auf, das dem von Aktienpapieren entspricht, weil idiosynkratische Faktoren des Emittenten größere Auswirkungen auf die Verschuldung haben.



### Mezzanine-Kredit

stellt eine Mischform zwischen Eigen- und Fremdkapital dar. Diese Art von Kredit weist oft Wandlungsrechte oder andere Arten von eingebetteten Wandoptionen auf. Mezzanine-Kredite sind gegenüber erstrangigen Schuldtiteln nachrangig.



### Special Situations-Strategien

konzentrieren sich auf flexible Lösungen für geplante Ereignisse, wie eine Unternehmensexpansion, oder ungeplante Ereignisse in Stressphasen, wie Umstrukturierungen. Diese Art von Kredit wird auch als opportunistischer oder strukturierter Kredit bezeichnet. Die Kreditnehmer sind zu Beginn in der Lage, ihrem Schuldendienst nachzukommen, während einige von ihnen mit der Zeit notleidend werden können.

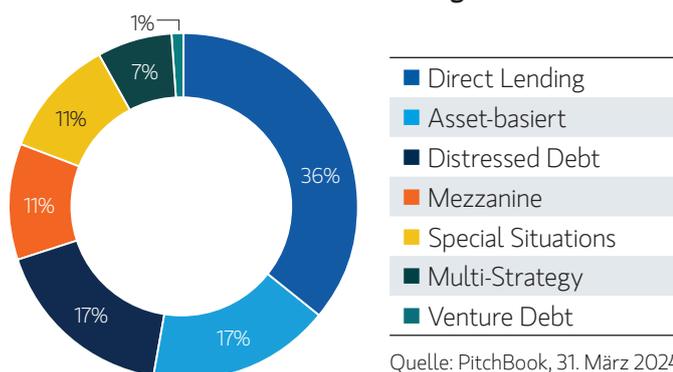


### Venture Debt

konzentriert sich wie Venture Capital auf Start-ups oder Unternehmen im Frühstadium, die Kapital benötigen. Die Fremdfinanzierung für diese Unternehmen hat zugenommen, da Unternehmen im Frühstadium ihr Betriebskapital oder ihre Kapitalanlagen steigern wollen, ohne neue und verwässernde Aktien auszugeben.

ABB. 2

### Anteil am weltweit verwalteten Vermögen von Private Credit nach Unterstrategie



Direct Lending stellt inzwischen 36% des gesamten Private-Credit-Marktes – 2010 waren es noch 9%.

# Überblick über Direct Lending

Direct Lending Kredite sind eine Form von Private-Credit-Strategie, die direkte, illiquide Darlehen an Unternehmen des mittleren Marktsegments ermöglicht. Während sich Direct Lending Kredite in der Regel auf erstrangige Darlehen (einschließlich Unitranchen) beziehen, werden zweitrangige und Mezzanine-Kredite ebenso an Unternehmen des mittleren Marktsegments vergeben und haben sich aufgrund der gleichen Dynamik wie erstrangige Direct Lending Kredite entwickelt.

## Definition des mittleren Marktsegments

Unternehmen des mittleren Marktsegments weisen in der Regel ein EBITDA von 10 bis 200 Mio. US-Dollar auf, was in etwa den Small- und Medium-Cap-Aktien entspricht, die in Indizes wie dem Russell 2000 enthalten sind. Dieses mittlere Marktsegment stellt einen wichtigen Anteil an der US-Wirtschaft dar: Es macht etwa ein Drittel des BIP des Privatsektors aus und wies im dritten Quartal 2024 ein Gewinnwachstum von 8% auf.<sup>2</sup>

Kreditnehmer des mittleren Marktsegments sind entweder vom Kreditprofil des Marktes für Darlehen mit breiter Konsortialbildung ausgeschlossen oder nicht daran interessiert, den oft langwierigen und weniger flexiblen Prozess eines breit syndizierten Darlehens zu durchlaufen. Somit deckt ein großer Anteil des mittleren Marktsegments seinen Kapitalbedarf über Direct Lending. Im Austausch gegen die Bereitstellung von Kapital an diese Kreditnehmer verdienen die Kreditgeber höhere Zinsen, um sie für das zusätzliche Risiko einer Kreditvergabe an kleinere Unternehmen zu entschädigen, sowie eine Illiquiditätsprämie für die Bereitstellung von nicht öffentlich handelbaren Emissionen. Diese Direct Lending Kredite werden oft aufwändig verhandelt und weisen Kreditklauseln auf, die die Kreditgeber vor Verlusten schützen.

## Größe und Ausmaß des mittleren Marktsegments



Dieses mittlere Marktsegment stellt einen wichtigen Anteil an der US-Wirtschaft dar: Es macht etwa ein Drittel des BIP des Privatsektors aus und wies im dritten Quartal 2024 ein Gewinnwachstum von 8% auf.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Golub Capital Altman Index, Q3 2024 US Middle Market Report.

<sup>3</sup> National Center for the Middle Market, „Year End 2023 Middle Market Indicator.“

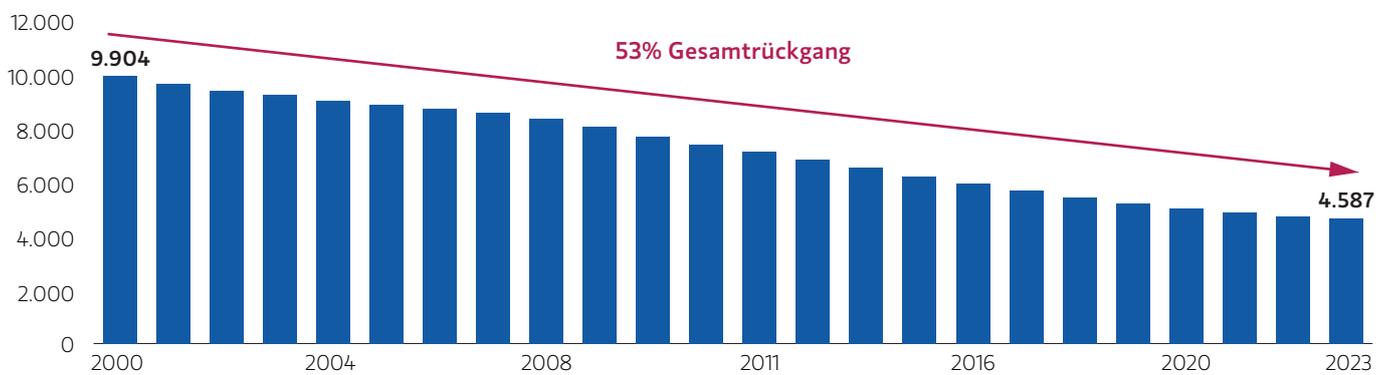
<sup>4</sup> J.P. Morgan, Next Street, „The Middle Matters: Exploring the Diverse Middle Market Business Landscape.“

## Direct Lending – Neue Kapitalquellen

Die steigende Nachfrage nach Direct Lending, um die Bedürfnisse von Unternehmen des mittleren Marktsegments zu decken, ergibt sich durch einen seit Jahrzehnten anhaltenden Trend der Bankenkonsolidierung und erhält durch die Auflagen im Anschluss an die globale Finanzkrise, wie auf Seite 5 unter *Direct Lending – Aufsichtsrechtliche Auflagen beschrieben, weiteren Auftrieb*. Wie in Abb. 3 gezeigt, nahm die Zahl von US-Banken zwischen

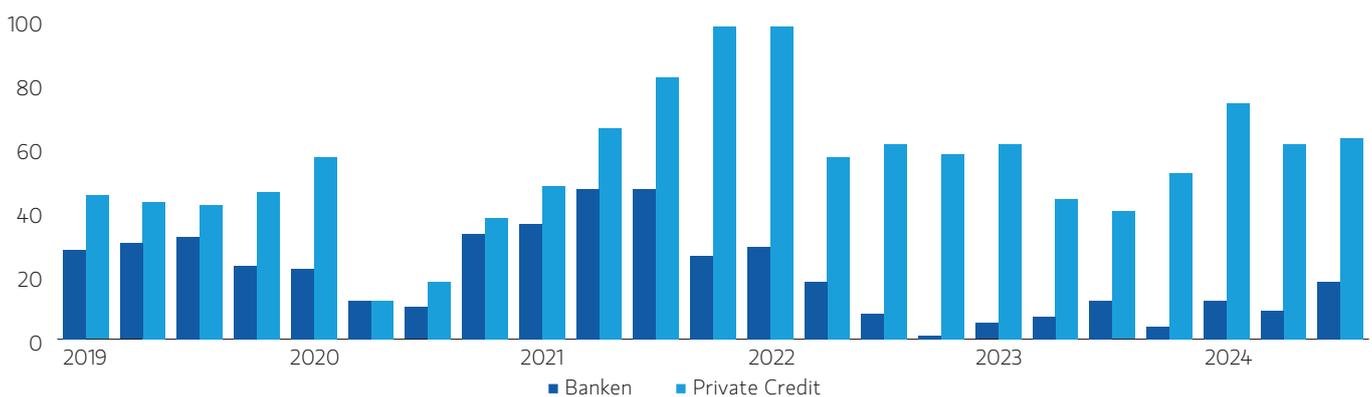
1999 und bis zum Beginn der globalen Finanzkrise im Jahr 2007 – eine Zeit, in der es zu mehreren großen Fusionen wie der von Chase Manhattan Bank mit J.P. Morgan & Co. kam – um rund 15% ab, während sich ihr Gesamtvermögen mehr als verdoppelte. Von 2000 bis 2023 nahm die Zahl von FDIC-versicherten Banken um 53% ab.<sup>5</sup> Dieser Konsolidierungstrend führte zu einer kleineren Anzahl von Banken, die sich verstärkt auf die Kreditvergabe an größere Kreditnehmer konzentrieren.

**ABB. 3**  
Anzahl von durch die FDIC versicherte Banken



Quelle: FDIC, Stand: 31. Dezember 2023.

**ABB. 4**  
Sinkender Anteil von fremdfinanzierten Darlehen von Banken an PE-Kreditnehmer



Quelle: Pitchbook LCD; Stand der Daten: 30. September 2024.

<sup>5</sup> FDIC; Stand: 31. Dezember 2023.

Die sinkende Anzahl von Kredite gewährenden Banken, gemeinsam mit der nachlassenden Bereitschaft zur Gewährung von Krediten, hat eine tiefgreifende Veränderung bewirkt, was die Finanzierungsquellen für bestimmte Kreditnehmer betrifft. Private Kreditgeber haben diese Lücke inzwischen gefüllt, was dazu geführt hat, dass ein großer Teil der Kreditvergaben außerhalb des Bankensystems stattfindet.

Direct Lending Kreditgeber haben sich als Darlehensgeber im mittleren Marktsegment etabliert. Wie Abb. 4 auf Seite 4 zeigt, ist der Anteil der globalen Banken an fremdfinanzierten Buyout-Krediten seit 2019 nicht mehr über 50% gestiegen und 2023 auf nur 7% gefallen.<sup>6</sup>



## Direct Lending – Aufsichtsrechtliche Auflagen

Die aufsichtsrechtlichen Auflagen im Anschluss an die globale Finanzkrise, die nachstehend genauer beschrieben werden, haben die Fähigkeit und Bereitschaft der Banken, bestimmte Vermögenswerte auszugeben oder zu halten, eingeschränkt, wodurch die Nachfrage nach Direct Lending gestiegen ist.

- **Der Regulierungsrahmen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Basel III)** Die Basel-III-Rahmenvereinbarung wurde in direkter Reaktion auf den marktweiten Dominoeffekt des Bankenkollaps während der globalen Finanzkrise getroffen. Der Regulierungsrahmen Basel III basiert auf drei Auflagen, die von Banken Mindestkapital, Liquidität und stabile Finanzierung verlangen. Erst 2023 wurden erneut höhere und breitere Mindestkapitalanforderungen vorgeschlagen, als die Silicon Valley Bank Pleite machte und es dadurch zu einer Mini-Bankenkrise kam.
- **Der Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act („Dodd-Frank“)**: Dodd-Frank ist ein Gesetz, das ursprünglich darauf abzielte, das Konzentrationsrisiko von Banken zu verringern. Insbesondere schränkte die „Volcker Rule“ im Rahmen von Dodd-Frank die Fähigkeit der Banken ein, Kredite an riskantere Kreditnehmer zu vergeben, wodurch eine Finanzierungslücke für Private-Equity-Transaktionen entstand. Obwohl der Dodd-Frank Act 2018 aufgehoben wurde, halten seine Auswirkungen mehr oder weniger ungebrochen an. Die Risikobereitschaft der Banken ist insgesamt wesentlich niedriger als vor der globalen Finanzkrise, und es gibt kaum Anzeichen dafür, dass sich dieser Trend umkehren wird.
- **Leveraged Lending Guidance der FDIC**: Die Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) aktualisierte 2013 ihre Vorgaben zu fremdfinanzierten Finanzaktivitäten, wodurch die Risikobereitschaft der Banken sank und Stresstests von Engagements und Portfolios wichtiger wurden.

<sup>6</sup> Daten von Pitchbook LCD. Basierend auf der Anzahl der Transaktionen.

## Nachfrage nach Private Equity – Ein weiterer Faktor, der das Wachstum von Direct Lending ankurbelt

Parallel zur anhaltenden Konsolidierung der Banken und deren Rückzug kam es an den Märkten auch zu einer Verlagerung von börsennotierten Aktien hin zu Private Equity. Die Anzahl öffentlich notierter Unternehmen in den USA sinkt seit über 20 Jahren. Die Gesamtzahl notierter US-Unternehmen ist von 1996 bis 2022 um 43% gefallen.<sup>7</sup> Dieser Rückgang steht mit mehreren Faktoren in Zusammenhang, darunter Auflagen wie der Sarbanes-Oxley Act von 2002, der größere Anforderungen an Einreichungen und Governance von börsennotierten Unternehmen stellt. Kleine und mittelgroße Unternehmen finden es zunehmend hilfreich, mit Private-Equity-Investoren zusammenzuarbeiten, die in der Regel einen längerfristigen Schwerpunkt auf Wachstum gegenüber öffentlichen Investoren aufweisen, deren Fokus vor allem den vierteljährlichen Ergebnisse gilt.

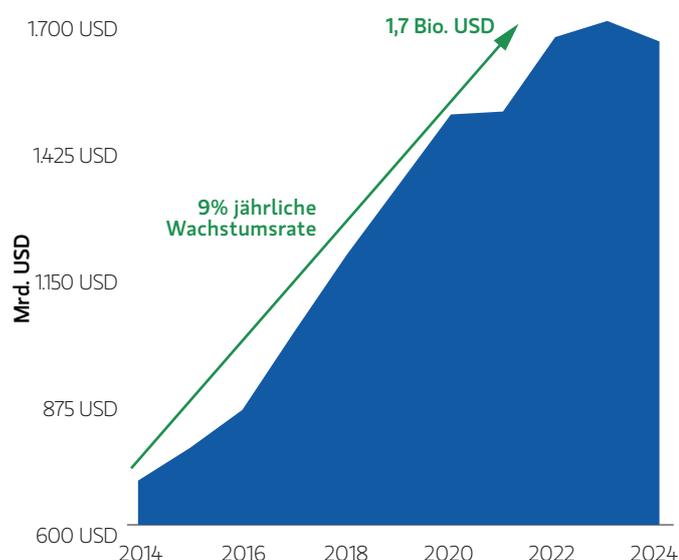
Um den wachsenden Bedarf an Fremdfinanzierung seitens Private Equity zu decken, wurde Direct Lending zu einer Finanzierungsquelle für Private-Equity-Sponsoren. Die jährliche Wachstumsrate (CAGR) des sogenannten trockenen Pulvers (d.h. vorgehaltener Investitionsmittel) von Private Equity von etwa 9% seit 2014 (Abb. 5) deutet darauf hin, dass die Nachfrage nach Direct Lending ungebrochen anhalten dürfte.

Während Direct Lending in der Vergangenheit nur begrenzt in der Lage waren, die erforderliche Zeichnungsgröße für eine

tragfähige Alternative zum Markt für syndizierte Darlehen zu erreichen, hat sich dies in den letzten Jahren geändert. Direct Lending Institutionen beschaffen weiterhin zusätzliches Kapital und erweitern ihre Kreditvergabekapazitäten. Das Ausmaß, in dem Direct Lending Kreditgeber inzwischen in der Lage sind, Schuldtitel zu übernehmen und zusammenzuarbeiten, sorgt dafür, dass Direct Lending inzwischen eine wesentlich attraktivere Option für Kreditnehmer sind, hinter denen privates Beteiligungskapital steht. Eine Finanzierungsform, die ursprünglich nur von kleineren, sponsorengestützten Unternehmen in Anspruch genommen wurde, ist also inzwischen ein Markt, der die finanziellen Bedürfnisse von wesentlich größeren Unternehmen decken kann. Private-Equity-Gesellschaften können inzwischen Fremdfinanzierungen von über 5 Mrd. US-Dollar für ihre Portfoliounternehmen am Privatmarkt leisten.

Ein weiterer Faktor, der möglicherweise zu der anhaltenden Nachfrage nach Private Credit beiträgt, ist die „Fälligkeitsmauer“ für Unternehmen des mittleren Marktsegments, deren Schulden demnächst fällig werden. Wie Abb. 6 unten zeigt, beträgt der Gesamtwert fällig werdender BDC und syndizierter Darlehen an Unternehmen des mittleren Marktsegments durchschnittlich 155 Mrd. US-Dollar pro Jahr bis 2030 und erreicht 2028 einen Höchststand von 210 Mrd. US-Dollar. Der wachsende Berg fällig werdender Schulden spricht dafür, dass das mittlere Marktsegment weiterhin finanzierungsbedürftig bleibt. Private Kreditgeber werden von dieser Dynamik voraussichtlich profitieren.

**ABB. 5**  
**Trockenes Pulver von Private Equity weltweit**



Quelle: PitchBook; Stand der Daten: 30. Juni 2024.

<sup>7</sup> World Federation of Exchanges; Stand der Daten: 31. Dezember 2022.

**ABB. 6**  
**Die Schulden im mittleren Marktsegment werden 2030 fällig**



Quelle: LESG LPC und Morgan Stanley Investment Management. Stellt die Gesamtfälligkeiten von BDC und syndizierten Darlehen des mittleren Marktsegments dar; Stand: 30. September 2024.

## Direct Lending – Attraktive Merkmale für Kreditnehmer

Über die hierin beschriebene angebotsseitige Marktdynamik hinaus weist Direct Lending mehrere Vorteile auf, die sie für Kreditnehmer des mittleren Marktsegments und Private-Equity-Inhaber von Unternehmen des mittleren Marktsegments attraktiv machen, wodurch die Nachfrage nach der Anlageklasse steigt. Bestimmte Merkmale von Direct Lending können auch den Interessensausgleich zwischen dem Kreditnehmer und dem Kreditgeber erhöhen, was beiden zugutekommen kann.

- **Schnelligkeit und Sicherheit der Transaktionen:** Direct Lending Kreditgeber können Kreditnehmern und Private-Equity-Sponsoren einen flexibleren Underwriting-Prozess bieten, was zu einem schnelleren Turnaround und niedrigeren Gebühren führt als bisher bei Banken der Fall. Eine kleinere Anzahl von Kreditgebern und ein maßgeschneiderter Prozess bedeuten, dass die Transaktion schneller abgeschlossen werden kann als syndizierte Darlehen.
- **Kein Syndizierungsrisiko:** Der Prozess der Syndizierung kann auch Risiken für Kreditnehmer bedeuten, darunter insbesondere, dass die Renditen eines Darlehens während des Syndizierungsprozess einer Transaktion nicht garantiert sind: Kreditnehmer können sich letztlich mit höheren Zinsen auf ihr Darlehen konfrontiert sehen als von den Underwritern beworben. Ebenso erlaubt der Syndizierungsprozess Änderungen der Transaktionsbedingungen zwischen der Vereinbarung und dem Abschluss der Transaktion.
  - Das Ausmaß, in dem Direct Lending Kreditgeber inzwischen in der Lage sind, Schuldtitel zu übernehmen und zusammenzuarbeiten, sorgt dafür, dass Direct Lending inzwischen eine attraktivere Alternative zum Markt für syndizierte Darlehen für Private-Equity-finanzierte Kreditnehmer sind. Wie oben erwähnt können Private-Equity-Gesellschaften inzwischen Fremdfinanzierungen von mehr als 5 Mrd. US-Dollar für ihre Portfoliounternehmen am Privatmarkt leisten.<sup>8</sup>
- **Mehr Flexibilität:** Privatkreditgeber haben in der Regel mehr Flexibilität als Kreditgeber an den öffentlichen Märkten, um die einzigartigen Bedürfnisse eines Kreditnehmers zu erfüllen. Im Vergleich zu ihren öffentlichen Pendanten sind private Kreditgeber eher bereit, die Bedingungen eines Darlehens zu verhandeln, wie Zinsstruktur, Tilgungsplan und Kreditklauseln. Außerdem ermöglicht die Optionalität, die Privatkreditgeber bieten, wie beispielsweise Delayed Draw Term Loans (DDTL), den Kreditnehmern nach dem ersten Closing für bestimmte Zwecke, wie Übernahmen oder wichtige Kapitalmaßnahmen, Mittel anzufordern. DDTLs stehen in der Regel für bis zu zwei Jahre nach dem Closing zur Verfügung und ermöglichen es Kreditnehmern, ihre revolvingende Kreditfazilität zu reservieren, um das Betriebskapital zu verwalten und den laufenden Betrieb zu finanzieren. Außerdem werden Zinsen auf DDTLs erst fällig, wenn davon Gebrauch gemacht wird – im Gegensatz zu traditionellen Termkrediten.
- **Keine Ratings erforderlich:** Ratings bedeuten zusätzliche Hürden und Kosten für Kreditnehmer. Transaktionen mit Ratings führen auch dazu, dass die Finanzergebnisse des Kreditnehmers weithin verfügbar werden.
- **Kosteneffizienzen:** Zwar bietet Private Credit den Kreditnehmern eine Illiquiditätsprämie, die Kosten für die Kreditnehmer sind jedoch oft nicht deutlich höher als öffentliche Emissionsgebühren. Stattdessen werden die Underwriting-Kosten von Investoren in einer privaten Transaktion über Original Issue Discounts und Call-Prämien getragen.
- **Direkte Beziehung:** In Private-Debt-Transaktionen hat der Kreditgeber in der Regel eine direkte Beziehung zum Kreditnehmer. Diese Dynamik bedeutet, dass der Kreditgeber mit dem Kreditnehmer zusammenarbeitet, um einen Finanzierungsplan zu entwickeln, der seinen Bedürfnissen entspricht. Gleichzeitig lässt sich damit die Performance genau überwachen.
- **Langfristiger Fokus:** Private-Debt-Kreditgeber weisen in der Regel einen längerfristigen Horizont auf als Public-Debt-Kreditgeber. Ein geduldiger Ansatz bei der Kreditvergabe bedeutet, dass direkte Kreditgeber eher partnerschaftlich mit Kreditnehmern umgehen, die mit vorübergehenden finanziellen Schwierigkeiten konfrontiert sind.

<sup>8</sup> Bloomberg, „Private Credit Loans Are Growing Bigger and Breaking Records,“ Lisa Lee, John Sage. 17. April 2023.

# Merkmale von Investitionen in Direktkredite



## Strukturelle Elemente

Um Direct Lending besser zu verstehen, ist es wichtig, sich über die strukturellen Elemente im Klaren zu sein, die eine Anlage in Direct Lending ausmachen. Die unten aufgeführten Elemente sind wichtige Bestandteile, um das Risiko-Rendite-Profil einer Anlage in Direktkrediten zu bestimmen.



## Vergleich von vorrangigen, nachrangigen und Unitranche-Darlehen

Bei Direktinvestitionen gewähren Kreditgeber ein Darlehen entweder als vor- oder nachrangig oder als Unitranche (eine Kombination aus vor- und nachrangig), in Abhängigkeit des jeweils benötigten Risiko-Rendite-Profiles und der Kapitalbedürfnisse des Kreditnehmers.

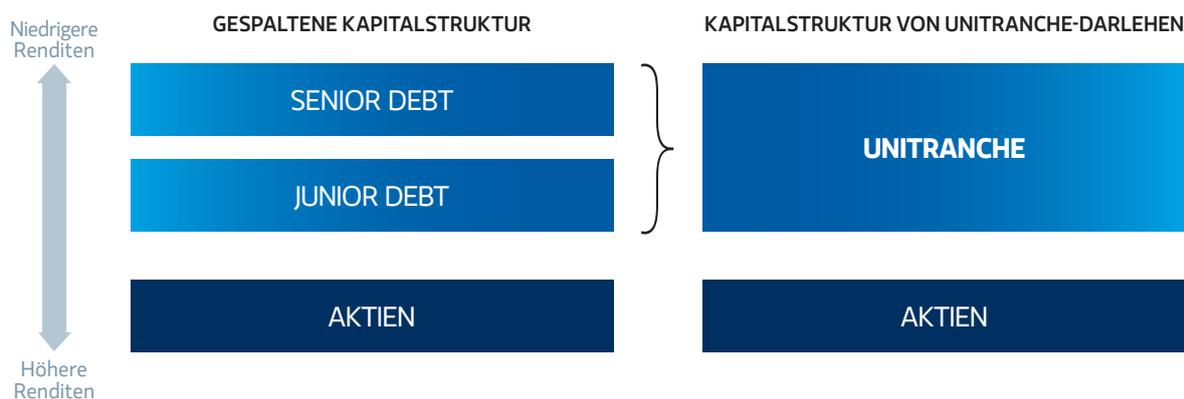
**1 Senior Debt:** Senior Debt ist die höchstrangige Art von Schulden in einer Kreditstruktur. Ihre Inhaber haben das erste Pfandrecht auf die Vermögenswerte des Kreditnehmers, falls es zu einem Ausfall kommen sollte. Senior Debt wird in der Regel von Banken oder Direktkreditgebern ausgegeben.

**2 Junior Debt:** Junior Debt sind zweitrangige Schulden in einer Kreditstruktur. Das bedeutet, dass ihre Inhaber ein Recht auf die Vermögenswerte des Kreditnehmers haben, nachdem die Inhaber von Senior Debt in Gänze bezahlt wurden. Junior Debt wird in der Regel durch Mittel gewährt, die speziell beschaffen wurden, um in Junior Debt zu investieren, oder durch andere institutionelle Anleger, die bereit sind, mehr Risiken im Ausgleich für eine höhere Rendite einzugehen.

**3 Unitranche:** Unitranche ist eine Art der Fremdfinanzierung, die vorrangige und nachrangige Schulden in einem einzigen Darlehen kombiniert. Diese Kreditstruktur bedeutet, dass Unitranche-Kreditgeber ein vorrangiges Pfandrecht auf die Vermögenswerte des Kreditnehmers haben, aber auch einige der Risiken eingehen müssen, die mit Junior Debt einhergehen. Unitranche-Darlehen können die Last des Kreditnehmers von zwei Darlehen, die Koordination mit mehreren Kreditgebern und das wechselseitige Ausfallrisiko durch die Ausgabe von zwei Darlehen verringern. Im Gegenzug können Direct Lending Kreditgeber höhere Zinsen auf Unitranche-Darlehen als bei Senior Debt und einen Aufschlag im Ausgleich zu ihrer Illiquidität erwarten. In den letzten Jahren wurden Unitranche-Darlehen als alleinstehende Option für Direct Lending immer beliebter. Es wird damit gerechnet, dass der globale Markt für Unitranche-Darlehen bis 2025 auf 1 Bio. US-Dollar steigen wird.<sup>9</sup> Unitranche-Darlehen sind die bevorzugte Alternative für Private-Equity-Eigentümer zu einem syndizierten Darlehen mit vorrangigen und nachrangigen Schuldtiteln.

ABB. 7

### Vergleich der Kapitalstrukturoptionen bei Direct Lending



<sup>9</sup>Preqin, Preqin Global Report 2023: Private Debt.

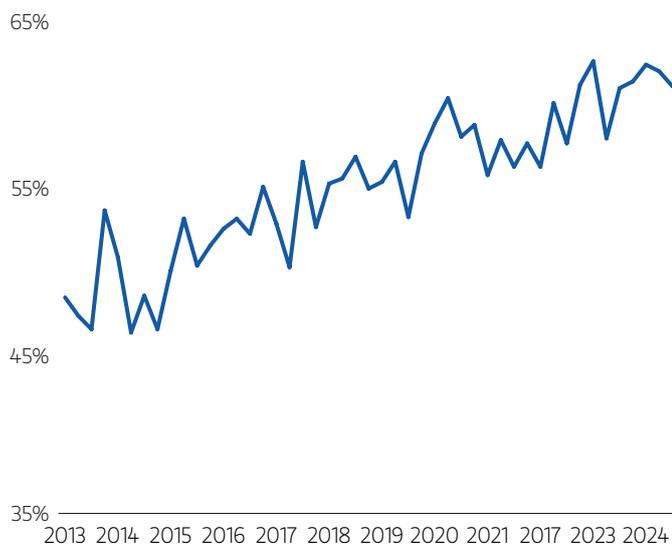
## Zunehmender Eigenkapitalanteil

Parallel zu der zunehmenden Beliebtheit von Direktkrediten ist ein Trend hin zu größeren Eigenkapitalanteilen in Transaktionen und einem niedrigeren LTV. Zwischen Eigenkapitalanteil und LTV besteht eine invertierte Beziehung. Das bedeutet, dass Private-Equity-Sponsoren mehr Eigenkapital zu neuen Buyouts beitragen und weniger von Fremdkapital abhängig sind. Wie *Abb. 8* zeigt, betrug der durchschnittliche Eigenkapitalanteil 2013 49%, und 61% in den letzten 12 Monaten bis zum 30. September 2024. Dementsprechend ist der LTV von LBO-Transaktionen im mittleren Marktsegment seit 2015 stetig gesunken, wie *Abb. 9* zeigt. In den letzten zwölf Monaten bis zum 30. September 2024 lag der durchschnittliche LTV auf dem niedrigsten Stand, der je verzeichnet wurde. Die Hauptgründe für niedrigere LTVs und höhere Eigenkapitalanteile sind steigende Zinsen, strengere aufsichtsrechtliche

Auflagen und eine gewisse Risikoaversion von Private-Equity-Sponsoren.

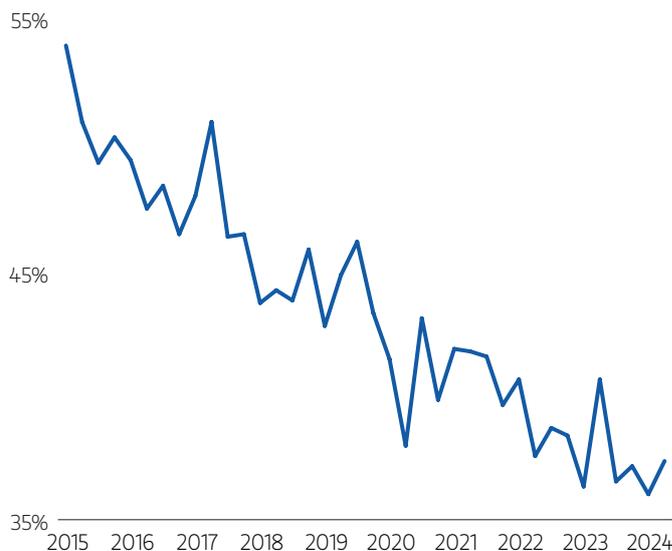
Die oben beschriebenen Trends können im Allgemeinen als positives Zeichen dafür verstanden werden, dass Private-Equity-Sponsoren glauben, dass sie immer noch attraktive Renditen auf ihre Anlagen erzielen können, selbst mit weniger Fremdkapital. Außerdem stehen Private-Equity-Gesellschaften, die Unternehmen mit einem höheren Anteil an Eigenkapital kaufen, in Bezug auf die Performance ihrer Portfoliounternehmen stärker in Einklang mit den Kreditgebern. Somit unterstützen sie ihre Portfoliounternehmen in Notzeiten eher mit zusätzlichem Eigenkapital, wodurch sich die Einbringungsquoten gegenüber Transaktionen, die nicht von Private Equity gesponsort werden, verbessern können.

**ABB. 8**  
**LBO-Eigenkapitalanteil zu Darlehen im mittleren Marktsegment insgesamt (%)**



Quelle: LSEG LPC US Sponsored Middle Market Private Deals Analysis. Stand der Daten: 30. September 2024. Die jährlichen Zahlen basieren auf dem Durchschnitt für jedes Quartal.

**ABB. 9**  
**LBO-Loan to Value für Darlehen des mittleren Marktsegments (%)**



Quelle: LSEG LPC U.S. Sponsored Middle Market Private Deals Analysis. Stand der Daten: 30. September 2024.



# Warum sollten Sie in Direct Lending investieren?

## Argumente für eine Portfolioallokation in Private Credit

Investoren sollten eine Allokation in Private Credit aus mehreren Gründen in Betracht ziehen. Im Allgemeinen prägen die beiden Elemente attraktive Renditen und Schutz vor Wertverlusten das Profil der Anlageklasse. Es gibt mehrere Merkmale, die Investoren zu einer Allokation in Direktkredite bewegen. Diese Liste ist nicht vollständig, aber für gewöhnlich legen Investoren aus folgenden Gründen in Direktkrediten an:

### Steigerung der Renditen



**Laufende Erträge:** Direct Lending bietet Investoren laufende Erträge in der Form von regelmäßigen Auszahlungen.



**Illiquiditätsprämie:** Im Gegensatz zu traditionellen Vermögenswerten wie Aktien und Anleihen sind Direktkredit-Anlagen weniger liquide und bieten aufgrund des Liquiditätsrisikos eine Prämie. Abb. 10 zeigt den Spread in der Vergangenheit über den risikofreien Zins und breit syndizierten Darlehen, die durch Direktkredite bereitgestellt wurden. Diese Prämie kann zu höheren Renditen für Investoren führen, deren Anlagehorizont es ihnen ermöglicht, diese Illiquidität auszuhalten.



**Besseres Risiko-Rendite-Profil:** Wie im folgenden Abschnitt ausführlich diskutiert, bieten Portfolios, die Private Credit enthalten, besseres Alpha und höhere Renditen bei niedrigerer Volatilität.

### Schutz vor Wertverlusten



**Schutz vor Inflation:** Private Credit kann Investoren über die variabel verzinslichen Coupons, die mit dem zugrunde liegenden Darlehen assoziiert sind, Inflationsschutz bieten.



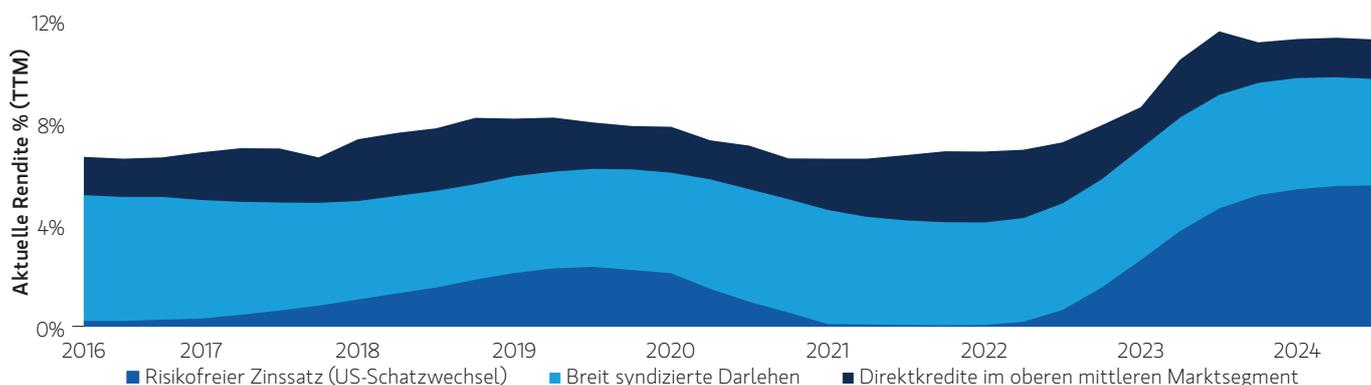
**Diversifizierung:** Laut Daten von Preqin ist Diversifikation der am häufigsten genannte Grund, um Private Credit in einem Portfolio aufzunehmen. Mehr als 70% der befragten Investoren gaben die Diversifikation als wichtiges Argument an.<sup>10</sup>



**Schutz der Darlehenshöhe und operative Verbesserungen:** Anders als traditionelle festverzinsliche Anleihen werden Direktkredite in der Regel intensiver verhandelt, und Kreditklauseln und vertragliche Verpflichtungen können in den Darlehensbedingungen aufgenommen werden. Direktkreditgeber können auch eine direktere Beziehung zu den Kreditnehmern haben, was einen besseren Interessensausgleich und damit positive Ergebnisse für beide Partner bedeuten kann. Diese Faktoren können möglicherweise das Ausfallrisiko reduzieren oder die Einbringungen für zugrunde liegende Darlehen erhöhen und die Performance für Anleger verbessern.

ABB. 10

### Historische Renditeunterschiede zwischen Direktkrediten, breit syndizierte Darlehen und US-Schatzwechsel (2016 bis heute)



Quelle: Cliffwater; Stand der Daten: 30. September 2024. Abbildung mit freundlicher Genehmigung von Cliffwater. Weitere Informationen finden Sie in den Offenlegungen.

<sup>10</sup> Preqin, Global Report 2023, Private Debt.

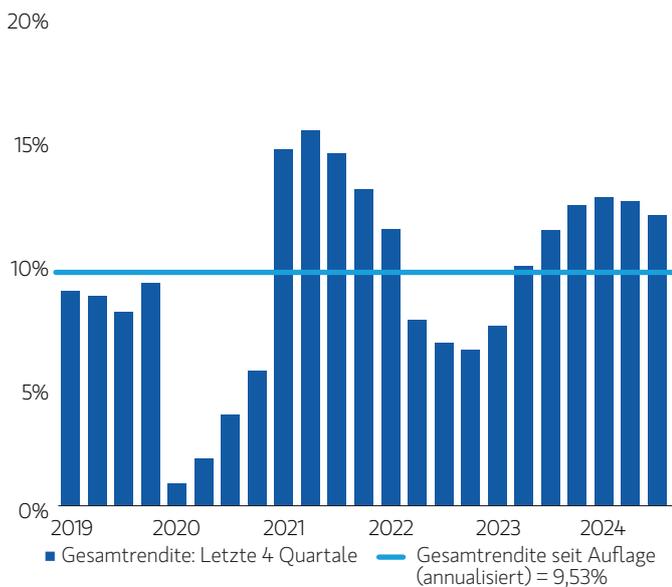
## Historische Performance

Direct Lending hat im Lauf der Zeit hohe Renditen erzielt, sowohl auf absoluter Basis als auch in relativer Hinsicht im Vergleich mit festverzinslichen Anleihen und anderen Anlageklassen. Die Performance von Direct Lending im Lauf der Zeit lässt sich unter anderem anhand der Performance einer Gruppe von Anlagevehikeln messen, die als BDC (Business Development Companies) bezeichnet werden: Entitäten, die gemäß dem Investment Company Act von 1940 registriert sind und sich auf die Anlage in kleinen bis mittelgroßen US-Unternehmen spezialisieren. Dem Cliffwater Direct Lending Index (CDLI) zufolge, der aus Direct Lending Krediten im Wert von etwa 393 Mrd. US-Dollar besteht, die von öffentlichen und privaten BDCs bestehen, betragen die annualisierten Bruttorenditen

von Direktkrediten seit Beginn des Index im Jahr 2004 durchschnittlich 9,53% (Abb. 11).<sup>11</sup>

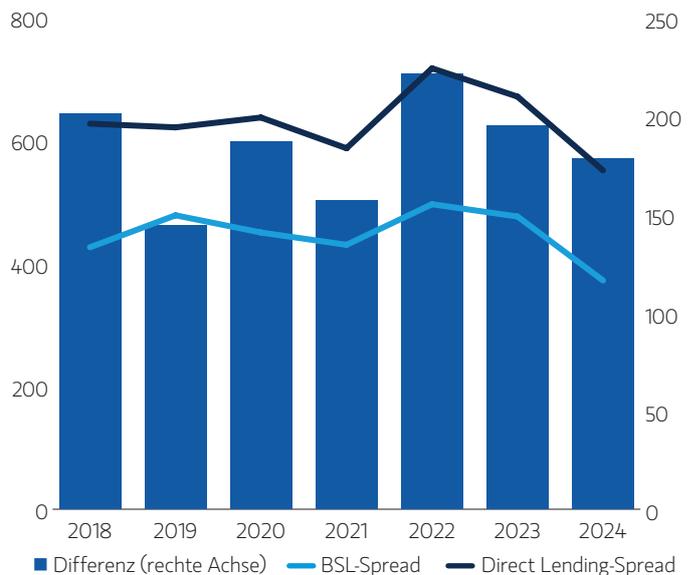
Spreads über der variabel verzinslichen Benchmark für Direktkredite weisen eine beständige Marge gegenüber syndizierten Transaktionen auf. Daten von Pitchbook zufolge (Abb. 12) liegen die Spreads von Direct Lending Krediten gegenüber LBO-Darlehen durchschnittlich um 178 Basispunkten über syndizierten Darlehen mit vergleichbarem Rating für den Großteil des Jahres 2024. Diese zusätzliche Rendite ist hauptsächlich auf den Illiquiditätsaufschlag zurückzuführen, den Anleger für die Bereitstellung von Direct Lending Krediten an Unternehmen des mittleren Marktsegments erhalten.

**ABB. 11**  
**Jährliche Gesamttrendite von Direct Lending (%)**



Quelle: Cliffwater Direct Lending Index; Stand der Daten: 30. September 2024. Abbildung mit freundlicher Genehmigung von Cliffwater. Weitere Informationen finden Sie in den Offenlegungen.

**ABB. 12**  
**LBO-Darlehensspreads: Direct Lending ggü. BSL**



Quelle: PitchBook LCD. Daten bis zum 4. Dezember 2024. Die Daten zu BSL beziehen sich auf Darlehen, die an Kreditnehmer mit einem Rating von B- ausgegeben wurden.

Bei einem steigenden Zinsumfeld ist die Performance von Direct Lending im Vergleich zu ihren festverzinslichen Pendanten, wie breit syndizierte Darlehen, Leveraged Loans und Hochzinsanleihen, besonders stark. Wie Abb. 13 (links) zeigt, erzielte Private Credit, gemessen über sieben verschiedene Zeiträume hoher Zinsen zwischen dem ersten Quartal 2009 und dem zweiten Quartal 2022, durchschnittliche Renditen von 11,5% im Vergleich zu 4,9% für Leveraged Loans und 6,8% für Hochzinsanleihen.<sup>11</sup> Ebenso hat sich die Strategie in Zeiten hoher Volatilität gut entwickelt, beispielsweise während der globalen Finanzkrise und zuletzt während der Covid-19-Pandemie.

Darlehen im mittleren Marktsegment, dem traditionellen Bereich für Direct Lending, sind im Lauf der Zeit eher

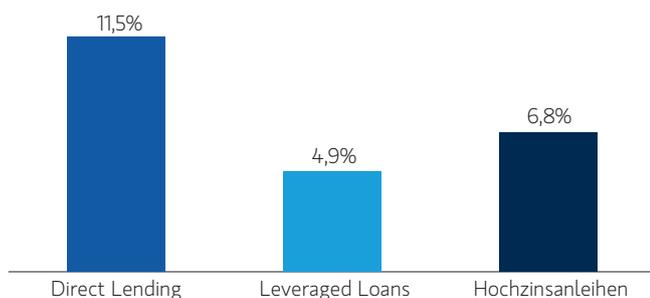
dazu in der Lage, das Kapital zurückzuzahlen. Wie Abb. 14 zeigt, sind bei einem Vergleich von Darlehen im mittleren Marktsegment mit Darlehen an große Unternehmen die Ausfallraten und die kumulativen Verlustraten niedriger und die Einbringungsquoten höher. In den letzten 25 Jahren betrug die durchschnittliche Ausfallrate für Darlehen des mittleren Marktsegments 1,0% im Vergleich zu 2,1% bei Darlehen an große Unternehmen.

Insgesamt sprechen diese Zahlen dafür, dass Direktkredite attraktive laufende Erträge unabhängig vom Marktumfeld erwirtschaften können und möglicherweise einen größeren Schutz vor Wertverlusten als traditionelle festverzinsliche Anlagen bieten.

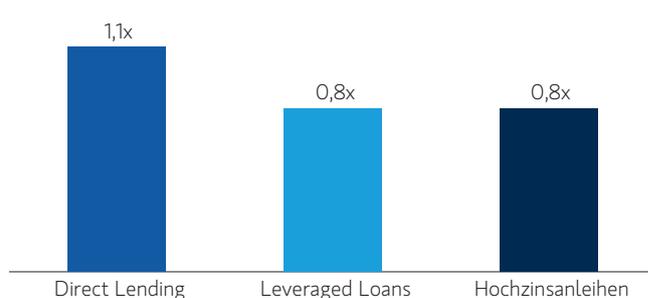
**ABB. 13**

### Vergleich der Renditen von Direct Lending, Leveraged Loans und Hochzinsanleihen

Durchschnittliche Renditen bei einem hohen Zinsumfeld



Annualisierte Renditen dividiert durch Volatilität

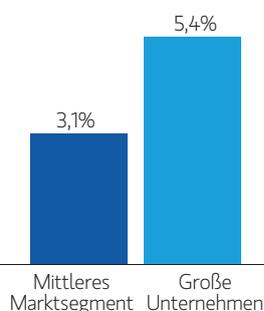


Quelle: „Direct Lending“ wird durch den Cliffwater Direct Lending Index (CDLI) repräsentiert und anhand vierteljährlicher Daten, die annualisiert werden, berechnet. „Leveraged Loans“ werden durch den Morningstar LSTA U.S. Leveraged Loan Index repräsentiert, der anhand von annualisierten monatlichen Daten berechnet wird. „Hochzinsanleihen“ werden durch den ICE BofA High Yield Index repräsentiert, der anhand von annualisierten monatlichen Daten berechnet wird. Ein Hochzinsumfeld wird als ein Zeitraum definiert, in dem die Rendite der zehnjährigen US-Treasuries ununterbrochen jeden Monat um mindestens 75 Basispunkte steigt. Renditevergleiche basieren auf dem Durchschnitt der annualisierten monatlichen Renditen in sieben solcher Zeiträume zwischen dem vierten Quartal 2008 und dem ersten Quartal 2023. Die Volatilität wird anhand der Standardabweichung von annualisierten monatlichen Renditen gemessen. Die Verhältnisse basieren auf dem Durchschnitt aller monatlichen Daten zwischen dem ersten Quartal 2008 und dem vierten Quartal 2022.

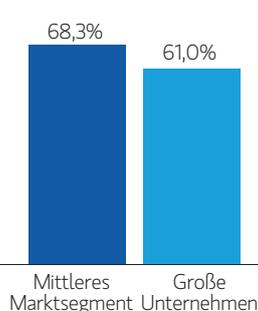
**ABB. 14**

### Kumulative Ausfall-, Verlust- und Einbringungsquoten für große Unternehmen ggü. Unternehmen des mittleren Marktsegments (1998-2023)

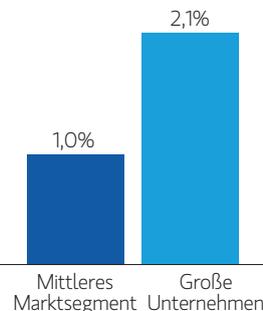
KUMULATIVE AUSFALLRATE<sup>12</sup>



KUMULATIVE EINBRINGUNGSQUOTE<sup>13</sup>



KUMULATIVE VERLUSTRATE<sup>14</sup>



Hinweise: Das mittlere Marktsegment weist eine Fazilitätengröße von höchstens 250 Mio. US-Dollar auf. Große Unternehmensdarlehen werden definiert als eine Fazilität von über 250 Mio. US-Dollar.

<sup>11</sup> Bitte lesen Sie die Hinweise für Abb. 13.

<sup>12</sup> Daten von PitchBook LCD. Basierend auf der kumulativen Gesamtanzahl von Ausfällen zwischen 1998 und 2023 bei breit syndizierten institutionellen Darlehen (12.223 Emittenten).

<sup>13</sup> Daten von S&P Credit Pro. Basierend auf der kumulativen Einbringungen von Kreditausfällen am Markt für breit syndizierte institutionelle Darlehen zwischen 1995 und 2023.

<sup>14</sup> Die kumulative Verlustrate wird anhand der folgenden Formel berechnet:  $\text{Verlustrate} = \text{Ausfallrate} \times (1 - \text{Einbringungsquote})$ .

## Welche Rolle spielt Direct Lending in einem Portfolio?

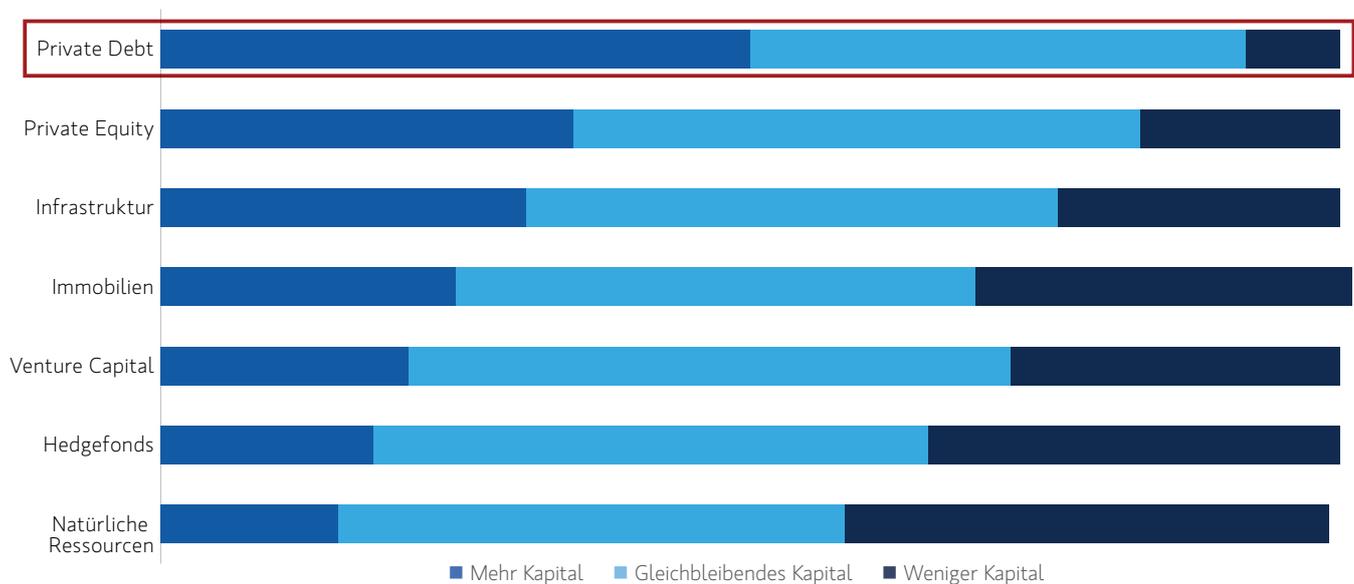
Angesichts der zunehmenden Ausreifung der Private-Credit-Märkte ist Direct Lending mittlerweile eine Standardallokation in vielen Portfolios von institutionellen und Privatanlegern, die über verschiedene Vehikelarten erfolgt. Die Manager bauen ihre Direct Lending-Plattformen weiter aus, sodass es immer mehr Möglichkeiten gibt, auf Direct Lending zuzugreifen. Wie Abb. 15 und 16 zeigen, investieren institutionelle Anleger, wie Pensionsfonds, Stiftungen und Versicherungsgesellschaften, einen größeren Anteil ihrer Portfolios in Private-Credit-Strategien, um höhere

Renditen zu erwirtschaften und die Performance ihres Gesamtportfolios zu verbessern.

Laut einer Analyse von Preqin verbesserte Private Debt in einem Portfolio aus öffentlichen Vermögenswerten die Sharpe Ratio (Rendite dividiert durch Volatilität) konsequent in vielen Szenarien (1,29 bis 1,72) verglichen mit dem gleichen Portfolio ohne Private Debt (1,03 bis 1,23). Außerdem ergab die Analyse, dass Private Debt das Extremrisiko von Portfolios in Phasen extremer Volatilität reduzieren kann.<sup>15</sup>

ABB. 15

### Allokationserwartungen der Anleger für die nächsten 12 Monate für alternative Anlageklassen



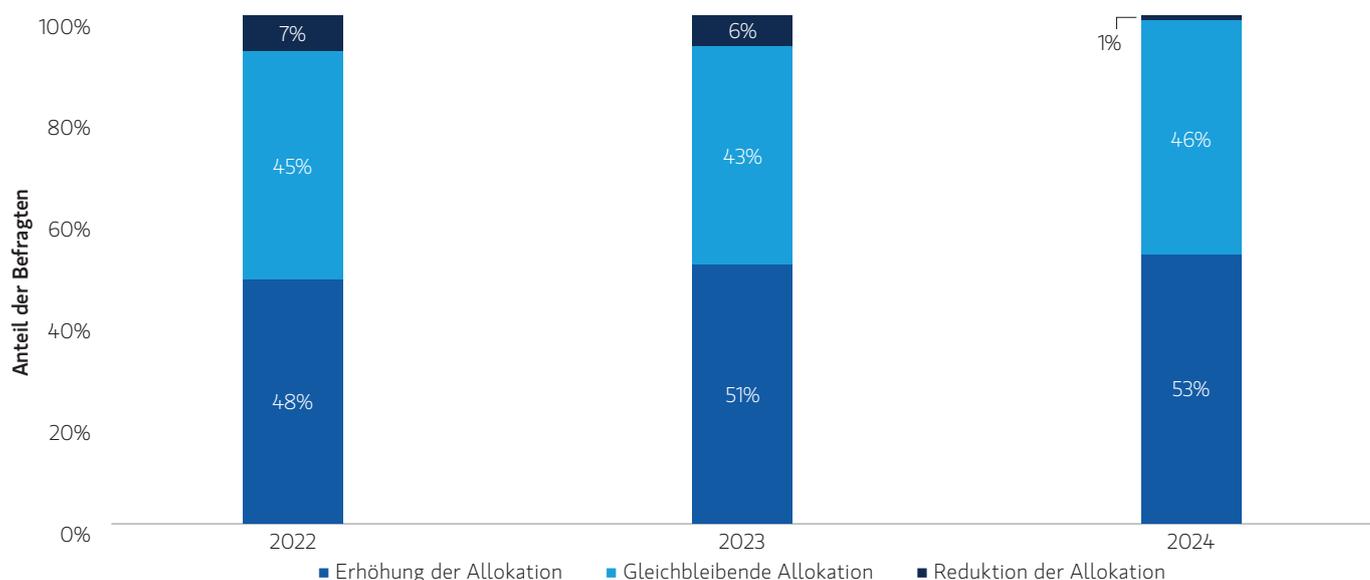
Quelle: Preqin Investor Survey, 30. Juni 2024.

<sup>15</sup> Preqin Global 2023 Report: Private Debt, 1. Januar 2023.

Daten zur Assetallokation deuten darauf hin, dass ein optimiertes Portfolio ein Engagement von 10% bis 20% in Direktkredite aufweisen sollte. Umfragen zufolge ist dies der Anteil, für den sich viele Investoren entschieden haben. Um noch genauer zu sein: Cliffwater zufolge beträgt die optimale Portfolioallokation in ungehebeltes Direct Lending 11% und bei einer 1:1 gehebelten Direct Lending Strategie 20%.<sup>16,17</sup>

Wie Abb. 16 zeigt, planen 53% der Investoren laut einer Umfrage von Preqin aus dem Jahr 2024, ihre Zusagen in Private Credit zu erhöhen. 2022 waren es noch 48%. Private Credit war im Folgejahr unter allen alternativen Anlagen der Bereich, für den die Allokationen am meisten erhöht wurden. Insgesamt rechnen wir damit, dass das Interesse an Direct Lending wachsen wird, da der Bereich für Investoren in allen Größenordnungen immer mehr zur Standardallokation wird.

**ABB. 16**  
**Beabsichtigte Allokation von institutionellen Anlegern in Private Credit (2022 – 2024)**



Quelle: Preqin Investor Surveys, Juni 2022 – 2024

<sup>16</sup> Spanne von 8% bis 14% basiert auf der Risikobereitschaft.

<sup>17</sup> Es wird davon ausgegangen, dass höchstens 40% in illiquide Vermögenswerte und höchstens 20% in einzelne Anlageklassen investiert werden.

# Anhang

## BEGRIFFSDEFINITIONEN

**Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index** – repräsentiert Wertpapiere, die bei der SEC registriert und steuerpflichtig sind und auf US-Dollar lauten. Der Index deckt den festverzinslichen Anleihemarkt mit Investment Grade der USA ab und setzt sich aus Staats- und Unternehmensanleihen, Mortgage Pass Through Securities und ABS (Asset-Backed Securities) zusammen. Diese Hauptsektoren sind in spezifischere Indizes unterteilt, die regelmäßig berechnet und bekanntgegeben werden

**Bloomberg Barclays US Corporate Bond Index** – misst den festverzinslichen steuerpflichtigen Unternehmensanleihemarkt mit Investment Grade

**Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Index** – misst den USD-denominierten festverzinslichen Hochzinsanleihemarkt. Wertpapiere werden als hochverzinslich eingestuft, wenn das mittlere Rating von Moody's, Fitch und S&P Ba1/BB+/BB+ beträgt oder darunter liegt.

**BSL** – Breit syndizierte Darlehen (Broadly Syndicated Loans)

**Call Protection** – Regelung für Anleihen, die es dem Emittenten verbietet, die Anleihe in einem bestimmten Zeitraum zurückzukaufen.

**EBITDA** – Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Wertminderungen Erstrangig (**First Lien/Senior Debt**) – Besicherte Anleihen mit vorrangigem Pfandrecht auf die Vermögenswerte des Kreditnehmers

**Leveraged Loan** – Darlehen auf Emissionen, die bereits hochverschuldet sind

**Loan to Value** – das Verhältnis zwischen dem Darlehensbetrag und dem Marktwert des Vermögenswerts, der das Darlehen absichert

**Mezzanine** – eine Mischform zwischen besicherten vorrangigen Anleihen und Aktien

**Unternehmen des mittleren Marktsegments** – Unternehmen, die im Allgemeinen ein jährliches EBITDA zwischen ca. 15 und 100 Mio. US-Dollar erwirtschaften.

**OID** – Original Issue Discount

**Morningstar/LSTA Leveraged Loan Index** – ein marktwertgewichteter Index, der die Performance des Marktes für Leveraged Loans in den USA anhand von Marktgewichtungen, Spreads und Zinszahlungen misst Zweitrangig (**Second Lien/Junior Debt**) – Besicherte Anleihen mit einem zweiten Pfandrecht auf die Vermögenswerte des Kreditnehmers

**Special Situations** – Investitionen in Unternehmen, die sich im Prozess der Übernahme oder in finanziellen Schwierigkeiten befinden

**Sponsor** – Private-Equity-Gesellschaft, das die Mehrheit der Aktien einer Zielgesellschaft erwirbt

**Cliffwater Direct Lending Index (CDLI)** – misst die ungehebelte, gebührenbereinigte Performance von US-Unternehmensdarlehen im mittleren Marktsegment, die durch die vermögensgewichtete Performance der zugrunde liegenden Vermögenswerte von Business Development Companies (BDCs) dargestellt wird, einschließlich börsennotierter und nicht börsennotierter BDCs, vorbehaltlich bestimmter Zulassungsvoraussetzungen.

**UBTI (Unrelated Business Taxable Income)** – Steuerpflichtiges Einkommen aus nicht verbundenen Unternehmen

**Unitranche** – hybride Kreditstruktur, die vorrangige und nachrangige Schuldtitel kombiniert

**Venture Debt** – Darlehen an Start-ups oder schnell wachsende Unternehmen

## OFFENLEGUNGEN

Die Ansichten und Meinungen und/oder Analysen entsprechen jenen des Verfassers oder des Anlageteams zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Materials. Sie können sich infolge veränderter Markt- oder Wirtschaftsbedingungen jederzeit ohne Vorankündigung ändern und müssen sich nicht zwingend bestätigen. Diese Ansichten werden nach dem Datum ihrer Veröffentlichung weder aktualisiert noch im Lichte späterer Informationen, Umstände oder Veränderungen überarbeitet. Die dargelegten Ansichten entsprechen nicht der Meinung aller Mitarbeitenden von Morgan Stanley Investment Management (MSIM) und dessen verbundenen Unternehmen (gemeinsam die „Gesellschaft“) und spiegeln sich möglicherweise nicht in allen Strategien und Produkten des Unternehmens wider.

Prognosen und/oder Schätzungen können geändert werden und müssen nicht zwingend eintreten. Informationen zu erwarteten Marktrenditen und Marktaussichten basieren auf dem Research, den Analysen und den Meinungen der Autoren oder des Anlageteams. Alle Schlussfolgerungen sind spekulativer Natur, müssen sich nicht zwingend bestätigen und verfolgen nicht die Absicht, zukünftige Entwicklungen bestimmter Strategien oder Produkte der Gesellschaft zu prognostizieren. Die zukünftigen Ergebnisse können in Abhängigkeit von Faktoren wie Veränderungen auf den Wertpapier- oder Finanzmärkten oder der allgemeinen Wirtschaftsbedingungen erheblich abweichen.

Bei der Erstellung dieses Materials wurden öffentlich verfügbare Informationen, intern entwickelte Daten und andere externe Informationsquellen herangezogen, die als zuverlässig erachtet werden. Für die Zuverlässigkeit dieser Informationen kann jedoch keine Gewähr übernommen werden. Die Gesellschaft hat Informationen aus öffentlichen und externen Quellen nicht unabhängig überprüft.

Prognosen sind grundsätzlich unsicher, insoweit sich die tatsächlichen realisierten Renditen oder sonstigen prognostizierten Ergebnisse infolge u.a. von unerwarteten Marktentwicklungen, Zinsänderungen, rechtlichen oder aufsichtsrechtlichen Entwicklungen, höherer Gewalt oder sonstigen Entwicklungen schnell ändern können. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit stellt keinen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar. Alle Prognosen können sich jederzeit ändern und treten aufgrund von geänderten Wirtschafts- und Marktbedingungen möglicherweise nicht ein. Bestimmte, in diesem Dokument enthaltene Informationen stellen zukunftsgerichtete Aussagen dar, die durch die Verwendung von zukunftsgerichteten Begriffen wie „können“, „werden“, „sollten“, „erwarten“, „antizipieren“, „projizieren“, „schätzen“, „beabsichtigen“, „fortsetzen“ oder „glauben“ oder deren Verneinungen oder anderen Variationen oder vergleichbaren Begriffen gekennzeichnet sind. Aufgrund verschiedener Risiken und Unwägbarkeiten können die tatsächlichen Ereignisse oder Ergebnisse erheblich von denjenigen abweichen, die in solchen zukunftsgerichteten Aussagen zum Ausdruck kommen oder in Erwägung gezogen werden. Es werden keine Zusicherungen oder Garantien in Bezug auf zukünftige Leistungen oder solche zukunftsgerichteten Aussagen gegeben.

Alternative Anlagen haben in der Regel höhere Gebühren und Kosten als andere Anlageinstrumente, und diese Gebühren und Kosten verringern die von den Anlegern erzielten Renditen. Alternative Investmentfonds sind oft unreguliert, unterliegen nicht den gleichen regulatorischen Anforderungen wie Investmentfonds und müssen den Anlegern keine regelmäßigen Preis- oder Bewertungsinformationen zur Verfügung stellen.

Die auf den vorangegangenen Seiten beschriebenen Anlagestrategien sind möglicherweise nicht für die spezifischen Umstände des Empfängers geeignet. Dementsprechend sollten Sie Ihre eigenen Steuer-, Rechts- oder sonstigen Berater konsultieren, sowohl zu Beginn einer Transaktion als auch fortlaufend, um die Eignung zu bestimmen.

Bei dem vorliegenden Material handelt es sich um eine allgemeine Mitteilung, die nicht neutral ist. Alle vorliegenden Informationen wurden ausschließlich zu Informations- und Aufklärungszwecken erstellt und stellen kein Angebot bzw. keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines bestimmten Wertpapiers oder zur Verfolgung einer bestimmten Anlagestrategie dar. Die hierin enthaltenen Informationen wurden nicht auf der Grundlage der individuellen Situation eines einzelnen Anlegers erstellt und stellen keine Anlageberatung dar. Sie dürfen nicht als Steuer-, Buchführungs-, Rechts- oder aufsichtsrechtliche Beratung interpretiert werden. Zu diesem Zweck sollten Investoren vor Anlageentscheidungen eine unabhängige Rechts- und Finanzberatung in Anspruch nehmen, die auch eine Beratung in Bezug auf steuerliche Auswirkungen umfasst.

Das Unternehmen erteilt keine Steuerberatung. Die Steuerinformationen in diesem Dokument sind allgemeiner Natur und erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Sie dienen nicht dazu, Steuerzahler vor verhängten Strafen zu schützen, und können von diesen Steuerzahlern nicht zu einem solchen Zweck verwendet werden. Die Steuergesetze jedes Rechtsgebiets sind komplex und ändern sich ständig. Sie sollten stets mit Ihrem eigenen Anwalt oder Steuerberater Rücksprache bezüglich Ihrer individuellen Sachlage halten.

Die Abbildungen und Grafiken in diesem Dokument dienen ausschließlich der Veranschaulichung. Die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung ist keine Garantie für die künftige Wertentwicklung.

Die Indizes werden nicht verwaltet und enthalten ferner keine Aufwendungen, Gebühren oder Ausgabeaufschläge. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Sämtliche in diesem Dokument genannte Indizes (einschließlich eingetragener Marken) sind geistiges Eigentum des jeweiligen Lizenzgebers. Indexbasierte Produkte werden in keiner Weise von dem jeweiligen Lizenzgeber gesponsert, beworben, verkauft oder empfohlen, und es wird diesbezüglich keine Haftung übernommen.

Dieses Material wurde nicht von der Researchabteilung von Morgan Stanley erstellt und ist nicht als Researchmaterial oder -empfehlung zu verstehen. „Cliffwater“, „Cliffwater Direct Lending Index“, and „CDLI“ sind Handelsmarken von Cliffwater LLC. Die Cliffwater Direct Lending Indizes (die „Indizes“) und alle Informationen zur Performance oder ihren Merkmalen („Indexdaten“) befinden sich exklusiv im Besitz von Cliffwater LLC und werden hierin unter Lizenz erwähnt. Weder Cliffwater noch seine verbundenen Unternehmen sponsern oder unterstützen oder sind verbunden oder stehen anderweitig im Zusammenhang mit Morgan Stanley oder seinen Produkten und Dienstleistungen. Alle Indexdaten dienen nur zu Informationszwecken, werden „wie verfügbar“ und ohne jedwede Garantie, weder ausdrücklich noch implizit, bereitgestellt. Cliffwater und seine verbundenen Unternehmen übernehmen keinerlei Haftung für eventuelle Fehler oder Auslassungen in den Indizes oder Indexdaten oder die aus der Verwendung der Indizes oder Indexdaten entstehen, und Dritte dürfen sich nicht auf die in diesem Bericht Bezug genommenen Indizes oder Indexdaten verlassen. Ohne die ausdrückliche schriftliche Genehmigung von Cliffwater ist einer Weiterverteilung der Indexdaten nicht gestattet. Jede Bezugnahme auf oder der Einsatz des Index oder der Indexdaten unterliegt den weiteren Hinweisen und Haftungsausschlüssen, die von Zeit zu Zeit auf der Website von Cliffwater unter <https://www.cliffwaterdirectlendingindex.com/disclosures> veröffentlicht werden.

Dieses Material wurde von einem oder mehreren der folgenden Unternehmen ausgegeben:

**EMEA:** Nur für professionelle Kunden/zugelassene Anleger. In der EU werden Materialien von MSIM und Eaton Vance von MSIM Fund Management (Ireland) Limited („FMIL“) herausgegeben. FMIL wird beaufsichtigt durch die Central Bank of Ireland und ist eine in Irland unter der Handelsregisternummer 616661 eingetragene Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, D02 VC42, Irland. Außerhalb der EU werden Materialien von MSIM von Morgan Stanley Investment Management Limited (MSIM Ltd) herausgegeben. MSIM Ltd. wurde von der Financial Conduct Authority zugelassen und unterliegt deren Aufsicht. Eingetragen in England. Registernummer: 1981121. Eingetragener Geschäftssitz: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

In der Schweiz werden Materialien von MSIM von Morgan Stanley & Co. International plc, London (Niederlassung Zürich) herausgegeben. Diese wurde von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht („FINMA“) zugelassen und unterliegen deren Aufsicht. Eingetragener Geschäftssitz: Beethovenstrasse 33, 8002 Zürich, Schweiz.

Außerhalb der USA und der EU werden von Eaton Vance herausgegebene Materialien von Eaton Vance Management (International) Limited („EVM“), 125 Old Broad Street, London, EC2N 1AR, Großbritannien, herausgegeben. EVM wurde in Großbritannien von der Financial Conduct Authority zugelassen und unterliegt deren Aufsicht.

**Italien:** MSIM FMIL (Zweigniederlassung Mailand), (Sede Secondaria di Milano) Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16 20121 Mailand, Italien. Niederlande: MSIM FMIL (Zweigniederlassung Amsterdam), Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA, Niederlande. Frankreich: MSIM FMIL (Zweigniederlassung Paris), 61 rue de Monceau 75008 Paris, Frankreich. Spanien: MSIM FMIL (Zweigniederlassung Madrid), Calle Serrano 55, 28006, Madrid, Spanien.

**NICHT DURCH DIE FDIC VERSICHERT. BIETEN KEINE BANKGARANTIE. KÖNNEN AN WERT VERLIEREN. SIND DURCH KEINE US-BUNDESBEHÖRDE VERSICHERT. KEINE EINLAGE.**

**Hongkong:** Dieses Material wird von Morgan Stanley Asia Limited zur Verwendung in Hongkong herausgegeben und wird nur „professionellen Anlegern“ gemäß der Definition in der Verordnung für Wertpapiere und Futures von Hongkong (Securities and Futures Ordinance of Hong Kong, Kap. 571) ausgehändigt. Der Inhalt dieses Materials wurde nicht durch eine Regulierungsbehörde, einschließlich der Securities and Futures Commission in Hongkong, überprüft oder genehmigt. Daher darf dieses Material, außer in gesetzlich vorgesehenen Ausnahmefällen, in Hongkong nicht publiziert, in Umlauf gebracht, verteilt, an die Öffentlichkeit gerichtet oder allgemein verfügbar gemacht werden. **Singapur:** Dieses Dokument wird von Morgan Stanley Investment Management Company verbreitet und darf weder direkt noch indirekt an Personen in in Singapur ausgegeben werden, es sei denn, es handelt sich um (i) einen institutionellen Anleger gemäß Abschnitt 304 des Securities and Futures Act, Kapitel 289 von Singapur („SFA“), (ii) eine relevante Person (wozu ein zugelassener Anleger) gemäß Abschnitt 305 des SFA, wenn eine solche Verbreitung im Einklang mit den Bedingungen, die in Abschnitt 305 des SFA dargelegt sind, steht oder (iii) anderweitig gemäß und in Übereinstimmung mit den Bedingungen aller sonstigen anwendbaren Bestimmungen des SFA weitergegeben werden. Diese Publikation wurde nicht durch die Monetary Authority of Singapore überprüft.

**Australien:** Dieses Material wird herausgegeben in Australien von: Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN: 122040037, AFSL Nr. 314182, verbreitet diese Veröffentlichung in Australien und ist verantwortlich für den Inhalt. Diese Publikation und der Zugang zu ihr sind ausschließlich für „Wholesale-Clients“ im Sinne des Australian Corporations Act bestimmt. Calvert Research and Management, ARBN 635 157 434 wird von der U.S. Securities and Exchange Commission nach US-Recht, das nicht australischem Recht entspricht, reguliert. Calvert Research and Management ist von der Anforderung befreit, in Australien eine Zulassung für Finanzdienstleistungen gemäß Class Order O3/1100 für die Erbringung von Finanzdienstleistungen an Wholesale-Kunden in Australien zu besitzen.

**Japan:** An professionelle Investoren wird dieses Dokument nur zu Informationszwecken verteilt. Anderen Anlegern wird dieses Dokument in Zusammenhang mit Vermögensverwaltungsmandaten und Anlageverwaltungsverträgen mit Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd („MSIMJ“) zur Verfügung gestellt. Dieses Dokument dient nicht als Empfehlung oder Aufforderung für Transaktionen oder dazu, bestimmte Finanzinstrumente anzubieten. Im Rahmen eines Vermögensverwaltungsmandats definiert der Kunde grundlegende Richtlinien für die Verwaltung der Vermögenswerte und erteilt MSIMJ den Auftrag, alle Anlageentscheidungen auf der Grundlage einer Analyse des Wertes usw. der Wertpapiere zu treffen, und MSIMJ nimmt diesen Auftrag an. Der Kunde überträgt MSIMJ die für die Durchführung von Kapitalanlagen erforderlichen Befugnisse. MSIMJ übt diese Befugnisse auf Grundlage der Investitionsentscheidungen von MSIMJ auf der Grundlage von Anlageentscheidungen von MSIMJ aus, und der Kunde wird keine einzelnen Anweisungen erteilen. Alle Anlagegewinne und -verluste entfallen auf den Kunden; das Kapital ist nicht garantiert. Anlegern wird geraten, die Anlageziele und die Art der Risiken abzuwägen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen. Bei Vermögensverwaltungsmandaten und Anlageverwaltungsverträgen fällt eine Anlageberatungsgebühr an, die wie folgt berechnet wird: Der Wert des vertraglich vereinbarten Vermögens wird mit einem bestimmten Satz (max. 2,16% p. a. (inkl. Steuern)) multipliziert und das Ergebnis ins Verhältnis zur Vertragslaufzeit gesetzt. Bei einigen Strategien kann zusätzlich zu der oben genannten Gebühr eine Erfolgsgebühr anfallen. Indirekte Gebühren können ebenfalls anfallen, etwa Maklerprovisionen bei der Aufnahme von Wertpapieren. Da diese Gebühren und Kosten je nach Vertrag und anderen Faktoren unterschiedlich sind, kann MSIMJ die Preise, Obergrenzen usw. nicht im Voraus angeben. Alle Kunden sollten vor Vertragsabschluss die zur Verfügung gestellten Dokumente sorgfältig lesen. Dieses Dokument wird in Japan von MSIMJ, Registernummer 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)) herausgegeben. Mitgliedschaften: Japan Securities Dealers Association, The Investment Trusts Association (Japan), Japan Investment Advisers Association und Type II Financial Instruments Firms Association.

## **Über Morgan Stanley Private Credit**

Morgan Stanley Private Credit gehört zu Morgan Stanley Investment Management und ist eine Private-Credit-Plattform, die sich auf Direktkredite und opportunistische Private-Credit-Anlagen in Nordamerika und Westeuropa konzentriert. Das Morgan Stanley Private Credit Team investiert entlang der gesamten Kapitalstruktur, darunter vorrangig besicherte („Senior Secured“) Darlehen, Unitranche-Darlehen, nachrangige Darlehen („Junior“), strukturierte Aktien und Aktien-Co-Investitionen. Weitere Informationen finden Sie auf der Website: [www.morganstanley.com/im/privatecredit](http://www.morganstanley.com/im/privatecredit).

[morganstanley.com/im/privatecredit](http://morganstanley.com/im/privatecredit)