
2. April 2026

Ratingmethodik

Alternative Investments | Private-Debt-Fonds

Call for comments

Scope lädt Marktteilnehmer ein, die Methodik zu kommentieren. Bitte senden Sie Ihre Kommentare bis zum 22. April 2026 an research@scopeanalysis.com.

Kontakte

Christian Leuchtweis

Senior Director

+49 69 6677389-32

c.leuchtweis@scopeanalysis.com

Sonja Knorr

Managing Director

+49 30 27891-141

s.knorr@scopeanalysis.com

Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung	3
2.	Anwendungsbereich und Ratingaussage	4
3.	Überblick über die Ratingmethodik für Private-Debt-Fonds.....	4
4.	Ratingmethodik für Private-Debt-Fonds	6
4.1	Portfolioanalyse und Portfolioscore.....	6
4.1.1	Portfolioanalyse.....	6
4.1.2	Diversifikation.....	8
4.1.3	Wirtschaftliche Rahmendaten	8
4.1.4	Ertragsgenerierung.....	9
4.1.5	Private Debt - Marktüberblick	9
4.1.5.1	Corporate Direct Lending.....	9
4.1.5.2	Corporate Mezzanine Debt	10
4.1.5.3	Distressed Debt – Not leidende Kredite.....	10
4.1.5.4	Special Situations – Fremdkapital für Sondersituationen.....	10
4.1.5.5	Venture Debt – Wagnisfremdkapital	10
4.1.5.6	Private Debt – Dachfonds	11
4.1.5.7	Private Debt – Credit secondaries	11
4.1.5.8	Real Estate Debt	11
4.1.5.9	Infrastructure Debt.....	11
4.1.6	Wesentliche Parameter der Portfolioanalyse	12
4.1.6.1	Kreditprämie	12
4.1.6.2	Ausfallraten.....	12
4.1.6.3	Zinsstruktur.....	12
4.1.7	Fremdkapitalfinanzierung: Sponsored versus Non-Sponsored	13
4.1.8	ESG	13
4.1.8.1	ESG Capability Manager.....	13
4.1.8.2	ESG-Strategie Fonds.....	14
4.1.9	Finanzstruktur.....	14
4.1.9.1	Liquiditätsanlagen	14
4.1.9.2	Fremdfinanzierungsstruktur.....	15
4.1.9.3	Währungsrisiko.....	15
4.2	Managementscore.....	15
4.2.1	Asset Management Rating	15
4.2.2	Bewertung Fondsmanagement.....	16
4.3	Risiko-Rendite-Relation.....	17
4.4	Analyse der struktur- und sektorspezifischen Einflüsse	18
5.	Rating-Definition und Rating-Skala für Alternative Investment Funds (AIF)	19
5.1	Rating-Definition.....	19
5.2	Rating-Skala für AIF	19
5.3	Ratingveränderungen und Ratingüberprüfungen.....	20
5.4	Besonderer Vermerk	20

1. Einleitung

Unter Private Debt bzw. Private Credit versteht man die Bereitstellung von Fremdkapital durch Nicht-Banken, das außerbörslich - ohne Einschaltung des Kapitalmarktes - vergeben wird. Die Begriffe Private Debt und Private Credit, d.h. die maßgeschneiderte Kreditvergabe abseits des regulären Bankensektors, werden in dieser Methodik synonym verwendet. Der Begriff „Private Debt“ bezieht sich auf Kredite, die hauptsächlich an mittelständische und kleinere Unternehmen sowie an Unternehmen, die sich im Besitz von Private-Equity-Investoren befinden, vergeben werden. Die Kredite („Loans“) werden außerhalb der öffentlichen Kreditmärkte vergeben und ersetzen teilweise klassische Bankkredite.

Die Anlageklasse Private Debt umfasst ein breites Spektrum von Investment-Strategien wie Direct Lending (klassische Unternehmenskredite), Distressed Debt (notleidende Kredite), Special Situations (Kredite für Sondersituationen), Mezzanine-Finanzierung (Mischfinanzierung aus Eigen- und Fremdkapital), Venture Debt (Wagnisfremdkapital) und Asset Based Lending (Fremdfinanzierung, die durch Vermögenswerte besichert ist). Des Weiteren umfasst Private Debt im weiteren Sinne auch die Kreditvergabe für Infrastruktur- oder Immobilienfinanzierungen, die durch einen Kreditfonds erfolgen. Direct Lending, das gemessen am verwalteten Vermögen die größte Sub-Anlageklasse im Bereich Private Debt ist, umfasst die direkte Kreditvergabe an Unternehmen durch einen Kreditfonds. Da Private-Debt-Fonds die Kreditnachfrage von Unternehmen abdecken, die nicht oder nur ungern von Banken bedient werden, verfügen diese oftmals über eine gute Verhandlungsposition bezüglich der Kreditvertragskonditionen aber auch entsprechende Risiken.

Im Gegensatz zu Anleihen und Krediten, die auf öffentlichen Märkten gehandelt werden, werden Private Debt Loans sehr selten oder überhaupt nicht gehandelt. Infolgedessen eignet sich Private Debt als Anlageklasse am besten für Investoren, die bereit und in der Lage sind, in illiquide Vermögenswerte zu investieren und keinen großen, unvorhersehbaren Bedarf an kurzfristiger Liquidität haben. Da die meisten Kreditfonds gar nicht oder nur gering selbst verschuldet sind, ist das Kreditrisiko auf die Unternehmenskredite des Private-Debt-Fonds selbst beschränkt und beinhaltet auch keine Fristentransformation. Begriffe wie „privat-platzierte Obligation“ oder „nicht-börsenbasierte Finanzierung“ werden regelmäßig verwendet, um Private Credit gegenüber der Kreditgewährung durch Banken oder Unternehmensanleihen am Kapitalmarkt abzugrenzen.

Scope bewertet Private-Debt-Fonds, um damit die Transparenz und Vergleichbarkeit für Investoren zu verbessern. Die Analyse und Bewertung ist sowohl für Private-Debt-Fonds mit bestehenden Krediten bzw. Kreditportfolios anwendbar als auch für Fonds, die sich noch in der Investitions- bzw. Portfolioaufbauphase befinden. Für letztere wird primär die Investmentstrategie inklusive der Investmentrichtlinien und -restriktionen des Fonds beurteilt.

Diese Methodik ist für alle Private-Debt-Fonds und deren Investment Manager (General Partner) anwendbar – ungeachtet ihrer spezifischen Fondsstrategie und ihres Anlagehorizonts.

Dieses Dokument erläutert Scopes Ratingmethodik für alternative Investmentfonds in der Ausprägung von diversifizierten Private-Debt-Fonds. Es beinhaltet Details der einzelnen Analyseschritte und die primären Ratingtreiber innerhalb des Ratingprozesses. Der Ratingprozess und die Methodik für Private-Debt-Fonds umfassen Grundsätze, die für alle Gesellschaften der Scope-Gruppe gelten. Diese können unter „Governance and Policies“ eingesehen werden ([Download](#)).

2. Anwendungsbereich und Ratingaussage

Die nachstehende Methodik findet Anwendung auf alle Private-Debt-Fonds, die als Fremdkapitalinvestoren auftreten bzw. Kredite vergeben („non-bank lending“). Die Methodik erfasst dabei alle Produkte bzw. Fondstrukturen unabhängig von der Anlegerzielgruppe (institutionelle, semi-professionelle und private Investoren) oder ihrer jeweiligen regulatorischen Ausprägung. Die Anwendungsbereiche dieser Methodik umfassen ebenso Private-Debt-Dachfonds und Private-Debt-Fonds, die eine hybride Anlagestrategie verfolgen.

Das Rating trifft eine Aussage über das Risiko-Rendite-Profil eines Private-Debt-Fonds unter Berücksichtigung des Investitionsportfolios sowie seiner Investitionsstrategie und stellt somit die ordinale Vergleichbarkeit verschiedener Private-Debt-Fonds im Hinblick auf diese Parameter her. Das Rating stellt explizit keine Aussage zur der Ausfallwahrscheinlichkeit oder dem erwarteten Verlust eines Private-Debt-Fonds oder seines Portfolios/der Kredite dar.

Ratings für Fremdkapitalinstrumente werden innerhalb der Scope-Gruppe durch die Ratingagentur Scope Ratings GmbH abgedeckt.

3. Überblick über die Ratingmethodik für Private-Debt-Fonds

Bei der Erstellung des Ratings werden sowohl qualitative als auch quantitative Kriterien berücksichtigt. Auf diese Weise wird eine hohe objektive Vergleichbarkeit innerhalb des Segments der Private-Debt-Fonds ermöglicht.

Darlehen, die durch Private-Debt-Fonds vergeben werden, können einer Reihe von Risiken ausgesetzt sein. Diese lassen sich unterteilen in solche, die für die gesamte Anlageklasse Private Debt gelten, und in solche, die unternehmens- bzw. projektspezifisch sind. Zu den wesentlichen Risiken, die der Anlageklasse Private Debt gemein sind, gehören Kreditrisiken (Ausfallrisiko) und Illiquiditätsrisiken, da Kredite für mehrere Jahre vergeben werden und es keinen regulierten Sekundärmarkt gibt. Diese Illiquidität könnte in Stressphasen im Extremfall auch systemische Auswirkungen haben. Weitere Risiken sind Konzentrationsrisiken, da ein wesentlicher Teil des Marktes von einer geringen Anzahl großer Private Debt Investment Manager kontrolliert wird sowie das Selektionsrisiko von Private-Debt-Fondsmanagern selbst. Private-Debt-Kredite sind hingegen oftmals individuell verhandelte Verträge zwischen Kreditgebern und -nehmern. Dies ermöglicht flexible und maßgeschneiderte Konditionen, einschließlich spezifischer Kreditschutzklauseln (Covenants).

Zu den allgemeinen Risiken, denen Private-Debt-Fonds ausgesetzt sind, zählen beispielsweise politische, rechtliche oder regulatorische Risiken. Das rechtliche Risiko hängt hauptsächlich vom Gerichtsstand des Kreditvertrags ab und schlägt sich in der Möglichkeit oder Schwierigkeit der Vertragserfüllung nieder, einschließlich der Sicherheiten, die in Kreditverträgen aufgeführt sind.

Die Analyse des Ratings setzt sich aus den folgenden Elementen zusammen:

Portfolioanalyse: Die Portfolioanalyse umfasst in einem ersten Schritt auf Basis einer qualitativen und quantitativen Analyse die Ermittlung von Risikofaktoren von einzelnen Krediten bzw. des gesamten Kreditportfolios. Hierbei werden Daten auf Ebene der einzelnen Kredite untersucht und ausgewertet. Zentrale Financial Covenants sind die Verschuldungsquote, also die Nettofinanzschulden im Verhältnis zum operativen Gewinn (Ebitda), und die Eigenkapitalquote. Weitere wichtige Kennzahlen sind der Zinsdeckungsgrad, der zeigt, ob das Ebitda ausreicht, um die Zinsen zu bezahlen und der Schuldendienstdeckungsgrad, der zeigt, ob das Ebitda ausreichend für Zinsaufwendungen und Tilgungszahlungen ist. Der Deckungsgrad muss mindestens 1:1 betragen, um durchgehend die Zahlung von Zinsen und Tilgung auf das Fremdkapital zu gewährleisten.

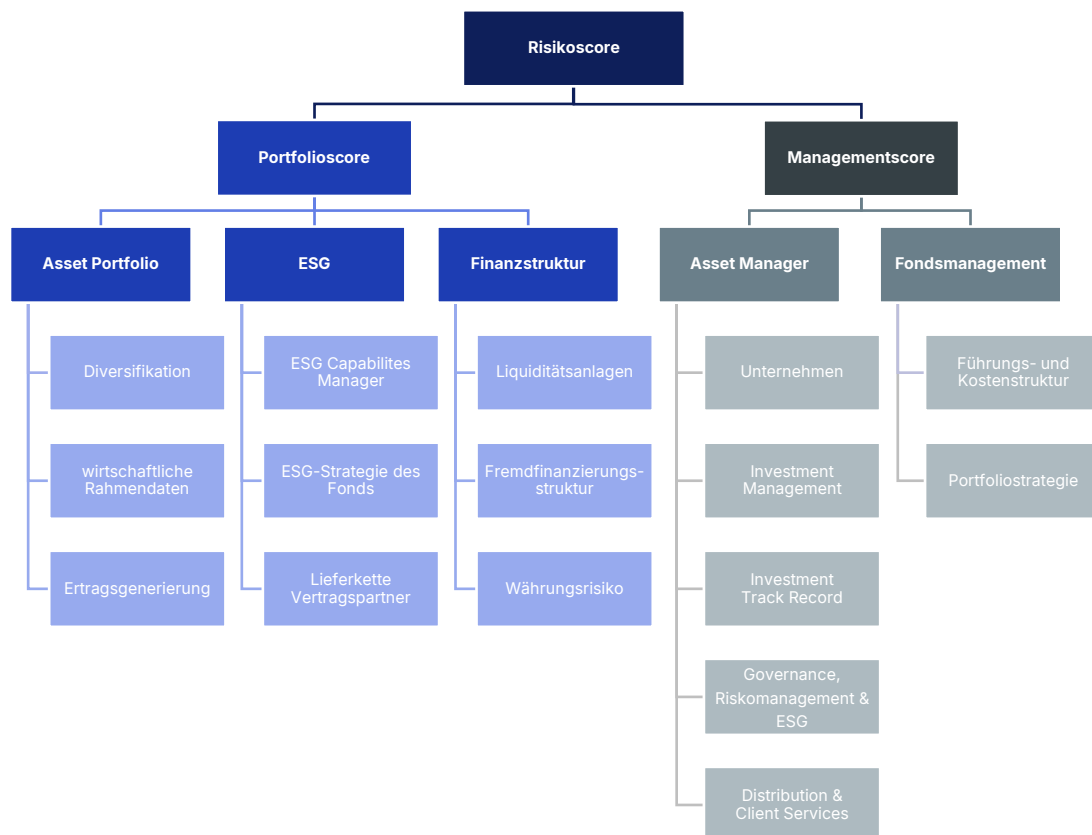
Zum einen sind dies Risiken, die sich aus den strukturellen und unternehmensbezogenen Parametern ergeben, zum anderen finden die rechtlichen, vertraglichen sowie kundenseitigen Parameter der Fremdfinanzierung Berücksichtigung.

In einem weiteren Schritt werden Risikofaktoren aus den Bereichen ESG und Finanzstruktur bewertet. Die Resultate der drei Bereiche ergeben zusammen den sog. Portfolioscore eines jeden Private-Debt-Fonds (siehe Abbildung 1).

Asset-Management- und Fondsmanagement-Analyse: In der Analyse des Asset- und Fondsmanagements wird die Managementleistung sowohl auf Ebene der verwaltenden Gesellschaft (Asset Managementgesellschaft sowie Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) bzw. Alternative Investment Fund Manager (AIFM)) als auch auf Ebene des einzelnen Sonderversmögens bewertet. Der sogenannte Managementscore bildet das Ergebnis dieses Bewertungsbereiches.

Portfolioscore und Managementscore ergeben zusammen den sog. Risikoscore des Fonds (siehe Abbildung 1).

Abbildung 1: Schematische Darstellung der Ratingmethodik für Private-Debt-Fonds



Quelle: Scope Fund Analysis

Risiko-Rendite-Relation: Der ermittelte Risikoscore eines jeden Private-Debt-Fonds wird anhand einer Mapping-Tabelle in eine individuelle risikoadjustierte Rendite-Kennzahl übersetzt. Je vorteilhafter der Risikoscore ist, desto geringer fällt diese risikoadjustierte Rendite-Kennzahl (Risikoprämie) aus. Diese wird anschließend mit der tatsächlich erzielten fondsspezifischen Rendite verglichen, woraus der Vorschlag des Fondsratings für das Ratingkomitee resultiert – siehe Kapitel 4.3.

Struktur- und sektorspezifische Analyse: Darüber hinaus findet eine qualitative Bewertung von sogenannten Sondereinflüssen statt. Dies können beispielsweise Markteinflüsse, die Situation einzelner Fonds oder deren Spezifika im Rahmen der Liquiditätssteuerung sein. Im Ratingkomitee kann die qualitative Bewertung aufgrund der struktur- und sektorspezifischen Analyse zu einem vom Ratingvorschlag abweichenden finalen Fondsrating führen.

Das Rating trifft in diesem Zusammenhang keine Aussage über die Wahrscheinlichkeit einer (befristeten) Rücknahmeaussetzung/eines Gatings von Fondsanteilen oder der Abwicklung/Liquidation eines Produktes.

Datenquelle

Für die Bewertung eines Private-Debt-Fonds greift Scope insbesondere auf die folgenden Informationsquellen zurück:

- vom Asset Manager bzw. General Partner zur Verfügung gestellte Daten und Detailinformationen zu Fonds und den Einzelinvestments bzw. Krediten
- Interviews mit dem Fondsmanagement, Investment-Teams bzw. dem General Partner
- Branchen-Datenbanken
- öffentliche Informationen
- externe Gutachten, rechtliche Dokumente

4. Ratingmethodik für Private-Debt-Fonds

4.1 Portfolioanalyse und Portfolioscore

4.1.1 Portfolioanalyse

Bei der Analyse der einzelnen Darlehen bzw. des Kreditportfolios („Credit Portfolios“) – die der wichtigste Bestandteil des Portfolioscores ist – werden Risikokennzahlen der einzelnen Investments, die der Private-Debt-Fonds umsetzt, ermittelt und zur Gesamtbewertung aller Darlehen aggregiert. Eine Analyse kann sowohl für geschlossene als auch offene Private-Debt-Fonds durchgeführt werden; ebenso können mit dieser Methodik bestehende als auch noch im Aufbau befindliche Kreditportfolios von Private-Debt-Fonds bewertet werden.

In diesem Bewertungspunkt analysiert Scope sowohl die sektorale als auch die geografische Verteilung der Kreditportfolios über unterschiedliche Marktsegmente (Corporate Direct Lending, Corporate Mezzanine Debt, Distressed Debt, Special Situations und Venture Debt, Real Estate Debt und Infrastructure Debt) und Regionen (Europa, Nordamerika, Asien) hinweg. Des Weiteren werden Indikatoren wie ökonomische und fiskalische Stabilität, Rechtssicherheit und politische Risiken sowie die spezifische Konkurrenzsituation der einzelnen Märkte berücksichtigt.

Die Anlageklasse Private Debt ist heterogen und umfasst verschiedene Strategien, die sich in Risiko und Rendite unterscheiden. Kredite durch Private-Debt-Fonds sind individuell verhandelte Verträge zwischen Kreditgeber und -nehmer. Dies ermöglicht flexible und maßgeschneiderte Konditionen, einschließlich spezifischer Kreditvertragsklauseln (Covenants). Grundsätzlich kann die Anlageklasse Private Debt anhand von unterschiedlichen Kriterien eingeteilt werden. Eine Einteilung kann nach dem Risiko der jeweiligen Kredite erfolgen, das von der Bonität des Kreditnehmers und der Form der Kreditausgestaltung über die jeweilige Kredittranche abhängt. Hierbei unterscheiden Marktteilnehmer zwischen erstrangig besicherten Krediten („First lien“), zweitrangig besicherten Darlehen („Second Lien“) und nachrangigen Krediten („Mezzanine“). Mezzanine-Finanzierungen sind eine Mischform aus Fremd- und Eigenkapital. Diese Darlehen sind nachrangig gegenüber erstrangig und zweitrangig besicherten Krediten, aber vorrangig gegenüber dem Eigenkapital der Eigentümer. Nachrangige Kredite (z.B. zweiter oder dritter Rang) sind im Allgemeinen mit höheren Risiken verbunden, daher erfolgt hier eine entsprechend höhere Risikoeinstufung, je weiter hinten der Kredit im Waterfall angesiedelt ist.

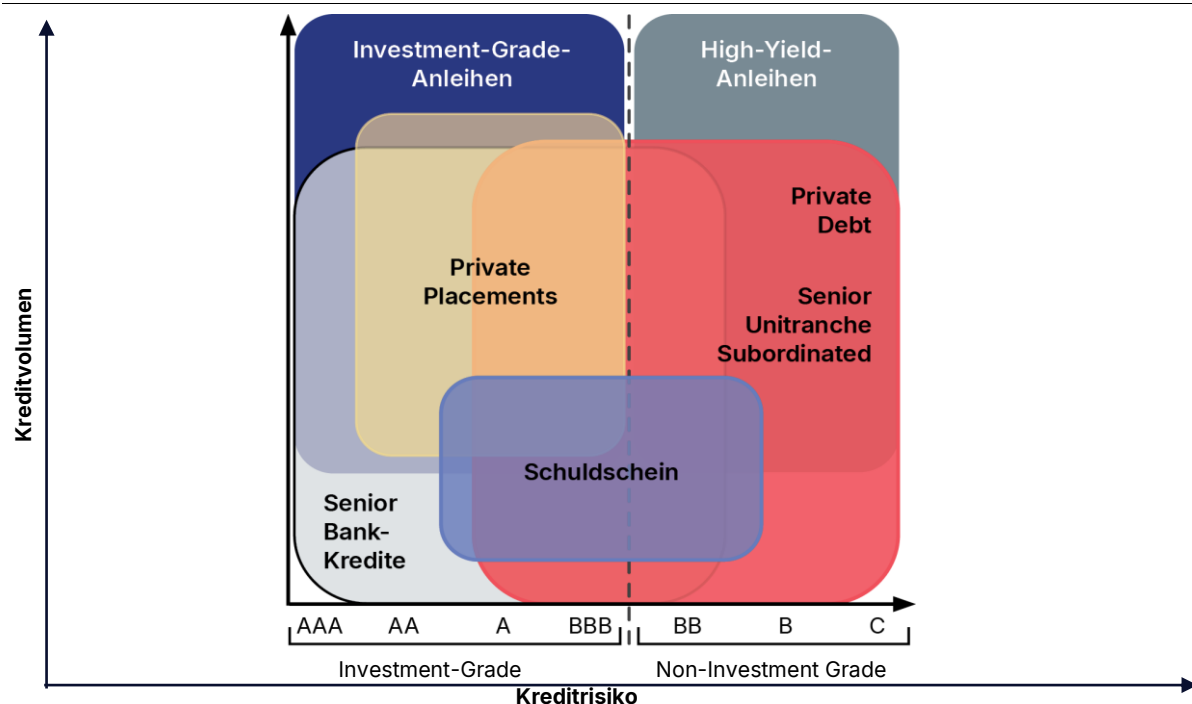
Institutionelle Investoren teilen Private Debt in mehrere Marktsegmente ein, die sich an dem Zweck bzw. der Absicht der Finanzierung orientieren und dafür eine adäquate risikoadjustierte Rendite erwarten. Hierbei spielt die Bonität des Unternehmens, die Ausgestaltung des Kreditvertrages und der Rang des Kredits sowie der Verschuldungsgrad des Unternehmens, die Laufzeit und das Kreditvolumen eine wesentliche Rolle. Je höher das Gesamtrisiko des Kredites, desto höher fließt das Risiko in die Bewertung ein.

Je nach Rendite-Risiko-Profil, Laufzeit, variabler oder fixer Verzinsung ist in den vergangenen zehn Jahren eine umfangreiche Bandbreite von Investment-Strategien bei langjährig etablierten Asset Managern oder spezialisierten Investment Boutiquen entstanden.

Tabelle 1: Schematische Darstellung der wesentlichen Anlagesegmente im Private Debt

Rolle der einzelnen Private-Debt-Segmente	
Corporate Direct Lending	Direkte Kreditvergabe an mittelständischen Unternehmen durch einen Kreditfonds. Hierbei handelt es sich in der Regel um Kredite, die erstrangig besichert („First lien“) sind.
Corporate Mezzanine Debt	Mezzanine-Finanzierungen sind nachrangig und werden ohne Besicherung strukturiert. Es handelt sich um eine Mischung aus Eigen- und Fremdkapital. Mezzanine-Kapital kommt bei einem hohen Verschuldungsgrad zum Einsatz.
Distressed Debt	Notleidende Kredite, bei denen nicht mehr mit einem fristgerechten und vollständigen Schuldendienst gerechnet werden kann.
Special Situations – Sondersituationen	Fremdkapitalfinanzierung in Sondersituationen mit hohem Liquiditätsbedarf oder -belastungen. Sondersituationen sind beispielsweise Aufspaltungen oder Ausgliederungen von Unternehmen, Nachfolgeregelungen oder Änderungen in der Gesellschafterstruktur.
Venture Debt	Fremdfinanzierung für junge, durch Venture Capital finanzierte Unternehmen, die noch keine Gewinne erwirtschaften. Hier handelt es sich in der Regel um eine Zwischenfinanzierung bis zur nächsten Eigenkapitalfinanzierungsrunde.
Real Estate Debt	Real Estate Debt umfasst die Finanzierung von Immobilienprojekten durch Nichtbanken, die hauptsächlich Kapital von institutionellen Investoren anlegen. Kredite werden als Senior, Junior, Whole (Kombination aus Senior und Junior) oder Mezzanine Loans vergeben, welche sich hinsichtlich Besicherung, Laufzeit und Risikoprofil unterscheiden.
Infrastructure Debt	Fremdfinanzierung von Infrastruktur-Projekten durch Infrastructure-Debt-Fonds. Hierbei handelt es sich um ein heterogenes Anlagesegment, das sich in einer Vielfalt von Risikoprofilen in den Infrastruktur-Bereichen Versorgung, Energie, Verkehr und Kommunikation widerspiegelt.

Quelle: Scope Fund Analysis

Abbildung 2: Schematische Darstellung des Risiko-Rendite-Profiles von Private-Debt-Investments

Quelle: BAI (2019); Darstellung: Scope Fund Analysis

Das Rating stellt explizit keine Aussage zur der Ausfallwahrscheinlichkeit oder dem erwarteten Verlust eines Private-Debt-Fonds oder seines Portfolios/der Kredite dar. Ratings für Fremdkapitalinstrumente werden innerhalb der Scope-Gruppe durch die Ratingagentur Scope Ratings GmbH abgedeckt.

4.1.2 Diversifikation

In diesem Bewertungspunkt analysiert Scope sowohl die geografische Verteilung der Kredite als auch die Allokation des Gesamtportfolios über unterschiedliche Branchen und Sektoren hinweg. Dabei wird die Diversifikation nach Regionen und Strategien bewertet. Länderrisiken, die mit den bestehenden Kreditportfolios bzw. der Investmentstrategie des Private-Debt-Fonds verbunden sind, werden ebenfalls von Scope bewertet. Hierbei stellt Scope auf die Bonitätsratings für Staaten der Scope Ratings GmbH ab.

Bei der Bewertung berücksichtigt Scope Indikatoren zu ökonomischer und fiskalischer Stabilität, Rechtssicherheit und politische Risiken. Sektor- und Branchenrisiken werden anhand der Schwankungsbreite von Umsätzen, Erträgen und Gewinnen und weiteren Finanzkennzahlen bewertet. Des Weiteren können auch strukturelle Veränderungen innerhalb von Sektoren auf qualitativer Basis berücksichtigt werden.

Konzentriert sich ein hoher Teil des Portfolios auf wenige Kredite, steigt zudem das Risiko. Daher betrachtet Scope bei der Bewertung von Private-Debt-Fonds auch das Konzentrationsrisiko anhand der Top-1, Top-5 und Top-10 Kredite nach Markt- und Nominalwert.

4.1.3 Wirtschaftliche Rahmendaten

Dieser Analysepunkt setzt sich aus der Bewertung der Seniorität und Laufzeit der Kredite sowie weiteren Kennzahlen zusammen. Hierbei erfolgt eine Bewertung der Faktoren, die mit einem potenziellen Ausfall von einzelnen Krediten assoziiert sind. Es wird zwischen Krediten mit Tilgung während der Laufzeit („amortisierend“) und endfälligen Darlehen („einmalige Rückzahlung“) unterschieden. Amortisierende Kredite weisen im Allgemeinen ein niedrigeres Risiko auf, da bereits während der Kreditlaufzeit eine Rückzahlung des Kredites erfolgt. Dies wird von Scope vorteilhafter bewertet.

Die Laufzeit der Kredite, die von Private-Debt-Fonds vergeben werden, ist ein weiterer wichtiger Parameter, um das Risiko einzuschätzen. Im Allgemeinen gilt: je länger die Laufzeit des Kredits, desto höher das damit verbundene Risiko, ceteris paribus. Private-Debt-Fonds vergeben Kredite hauptsächlich für die Finanzierung von Private-Equity-Transaktionen („Sponsored finance“) und die Laufzeit dieser Kredite liegt zwischen drei und sieben Jahren. Des Weiteren können Private-Debt-Fonds Kredite an Privatunternehmen oder auf Basis spezifischer Projekte - oder Objekte vergeben werden, wobei hier eine flexiblere Ausgestaltung bezüglich Laufzeit und Kreditstruktur möglich ist. Scope führt eine qualitative Bewertung von Darlehensnehmern anhand folgender Kriterien durch: Marktpositionierung, Preissetzungsmacht, Markenbekanntheit, Größe und Struktur der Kundenbasis, operative Exzellenz sowie Markteintrittsbarrieren.

Scope bewertet in einem weiteren Schritt die Seniorität der Kredite innerhalb der Kapitalstruktur, die durch Private-Debt-Fonds vergeben werden. Je höher die Seniorität in der Kapitalstruktur und je umfangreicher die Besicherung der Kredite, desto niedriger wird das Risiko eingestuft. Hierbei unterscheiden Marktteilnehmer zwischen erstrangig besicherten Krediten („First lien“ bzw. „Senior Secured Loans“), zweitrangig besicherten Darlehen („Second Lien“), nachrangigen Krediten („Mezzanine“) und Asset-backed-Krediten. Erstrangig besicherte Darlehen sind Kredite, bei denen der Kreditgeber im Falle einer Verwertung (z.B. Zwangsversteigerung) als Erster aus der Sicherheit bedient wird.

Des Weiteren umfasst die Analyse von Scope eine Bewertung der Kreditvertragsklauseln, den sog. Financial Covenants und Non-Financial Covenants. Hierbei handelt es sich um vertragliche Nebenabreden in Kreditverträgen, die Kreditnehmern (Unternehmen) Pflichten auferlegen, um das Risiko für Kreditgeber (Private-Debt-Fonds) zu minimieren. Sie umfassen finanzielle Kennzahlen („Financial Covenants“) sowie Handlungsbeschränkungen. Ein Verstoß („Breach“) kann zu Zinserhöhungen, Kündigung oder Nachbesicherungen führen. Je höher die Anzahl und der Umfang der Covenants, desto vorteilhafter wird dies von Scope bewertet.

- Financial covenants umfassen unter anderem:
 - Verschuldungsgrad (Leverage Ratio): Verhältnis Nettoverschuldung zu Ebitda
 - Eigenkapitalquote: Mindestanteil des Eigenkapitals
 - Zinsdeckungsgrad (Interest Coverage Ratio)
 - Operatives Ergebnis im Verhältnis zum Zinsaufwand
 - Schuldendienstdeckungsgrad oder Kapitaldienstdeckungsgrad: Verhältnis verfügbarer Cashflow (oft EBITDA) zu den jährlichen Kapitaldiensten
- Non-financial covenants (Verhaltenspflichten) umfassen:
 - Informationspflichten: Pflicht zur regelmäßigen Vorlage von Geschäftsberichten
 - Negativ- und Gleichrangerklärungen (Negative Pledge): Keine weiteren Sicherheiten für andere Gläubiger ohne Zustimmung
 - Dividendenbeschränkungen: Ausschüttungsverbot bei Nichterfüllung der Covenants

4.1.4 Ertragsgenerierung

Private Debt ist eine heterogene Anlageklasse und Private-Debt-Fonds weisen unterschiedliche Risiko-Rendite Profile mit vielfältigen Ertragsprofilen auf (siehe Kapitel 4.1.6).

Illiquide Kredite generieren Erträge hauptsächlich durch Zinskupons, die eine Illiquiditätsprämie beinhalten, sowie durch Abschlussgebühren („Origination Fees“) und sonstige Gebühren. Je höher die Zinserträge an der Gesamrendite des Private-Debt-Fonds sind, desto vorteilhafter wird dies von Scope beurteilt. Kredite von Private-Debt-Fonds werden in der Regel zum Nominalwert („Pari“) zurückgezahlt und es gibt daher kein Upside-Potenzial. In den meisten Fällen verfügen Kredite im Bereich Private Debt über eine variable Verzinsung. Dies führt in einem Umfeld steigender Zinsen zu höheren Zinskupons. In einem Marktumfeld mit steigenden Inflationsraten bieten variabel verzinsliche Darlehen einen gewissen Inflationsschutz, da die Zinssätze steigen und die Kaufkraft (teilweise) erhalten. Die Origination Fees werden dem Kreditnehmer im Regelfall bei jedem Kredit direkt in Rechnung gestellt.

Zur Beurteilung des Kreditportfolios werden von Scope vertragliche Kreditklauseln zum Gläubigerschutz beurteilt. Maintenance Covenants und Incurrence Covenants sind vertragliche Kreditklauseln zum Gläubigerschutz, wobei Maintenance Covenants eine kontinuierliche, oftmals quartalsweise Einhaltung von Finanzkennzahlen (z.B. Verschuldungsgrad) erfordern. Im Gegensatz dazu müssen Incurrence Covenants nur bei spezifischen Ereignissen wie der Aufnahme neuer Kredite oder Dividendenzahlungen erfüllt werden, was dem Kreditnehmer mehr Spielraum lässt. Je umfangreicher die Kreditklauseln ausgeprägt sind, desto besser wird dies von Scope bewertet.

Sonderfälle und Abweichungen bei der Portfoliobewertung

Abweichungen in der Gewichtung der Kriterien und insbesondere der Unterkriterien können je nach Spezifika des Fonds bzw. der Kredite von den Analysten vorgenommen werden. Insbesondere gilt dies für den Punkt Diversifikation. Bei kleineren Fonds gewinnt dieses Risiko an Bedeutung und kann somit entsprechend höher gewichtet werden.

Die Methodik ist sowohl für die Bewertung von heterogenen Private-Debt-Portfolios als auch homogenen Private-Debt-Portfolios geeignet, zum Beispiel Fonds, die ausschließlich Fremdkapital zur Finanzierung von Immobilien und Infrastruktur zur Verfügung stellen.

4.1.5 Private Debt - Marktüberblick

4.1.5.1 Corporate Direct Lending

Im Bereich Direct Lending vergeben Kreditfonds direkt Darlehen an profitable mittelständische Unternehmen oder Portfoliounternehmen von Private-Equity-Sponsoren. Die direkte Kreditvergabe durch einen Kreditfonds an finanziell gesunde Unternehmen ist vergleichbar mit klassischen Firmenkrediten durch Banken, nur dass diese Darlehen durch einen Private-Debt-Fonds vergeben werden. Diese Kredite sind meist erstrangig besichert („First lien“). Dies bedeutet, dass der Kreditgeber im Falle eines Zahlungsausfalls vor allen anderen Gläubigern aus der Verwertung der Sicherheiten bedient wird.

Erstrangig besicherte Kredite haben das niedrigste Risiko-Rendite-Profil im Bereiche Private Debt. Unitranche-Darlehen, die ebenfalls von Kreditfonds vergeben werden, kombinieren Senior- und Junior-Finanzierung in einem einzigen Kredit bzw. in einer Kredittranche. Eine weitere Form der Fremdfinanzierung sind zweitrangige Kredite („Second Lien“). Unter Second Lien

Debt versteht man Darlehen, die durch Vermögenswerte oder Sicherheiten besichert sind, die gegenüber denen, die vorrangige Verbindlichkeiten sichern, jedoch nachrangig sind. Dieses erhöhte Risiko aufgrund der Nachrangigkeit wird jedoch häufig durch höhere Zinssätze ausgeglichen.

4.1.5.2 Corporate Mezzanine Debt

Mezzanine-Finanzierungen stellen eine Mischform aus Fremd- und Eigenkapital dar. Diese Darlehen sind nachrangig gegenüber erstrangig besicherten Krediten, aber vorrangig gegenüber dem Eigenkapitalgeber.

Der Begriff „Mezzanine“ deutet darauf hin, dass es sich um eine Finanzierungsform handelt, die zwischen dem voll haftenden Eigenkapital und einem i.d.R. dinglich besicherten erstrangigen Darlehen steht. Eine Finanzierung mit Mezzanine-Kapital findet in der Regel nur statt, wenn das Unternehmen bereits einen erhöhten Verschuldungsgrad aufweist und ist immer nachrangiger Natur. Kreditfonds, die Mezzanine-Darlehen vergeben, erhalten nicht nur eine hohe bis sehr hohe, in der Regel zweistellige Verzinsung, sondern eine zusätzliche Renditekomponente in Form einer Gewinnbeteiligung („Equity Kicker“) am Unternehmenserfolg.

4.1.5.3 Distressed Debt – Notleidende Kredite

Der Begriff „Distressed Debt“ bezeichnet Kredite, bei denen nicht mehr mit einem fristgerechten und vollständigen Schuldendienst gerechnet werden kann. Der Begriff „distressed“ bedeutet „notleidend“. Private-Debt-Fonds im Bereich Distressed Debt haben oft zweistellige Zielrenditen, weisen allerdings auch deutlich höhere Risiken und Verlustpotenziale auf.

Distressed Debt umfasst Kredite, deren Emittenten sich in akuten finanziellen Problemen befinden. Gründe hierfür können Liquiditätsengpässe, Überschuldung, Insolvenzverfahren oder eine Restrukturierung sein. Die Investment-Strategie von Kreditfonds in diesem Marktsegment fokussiert sich auf den Erwerb von Krediten von Unternehmen, die sich in finanziellen Schwierigkeiten befinden oder nah am Bankrott sind. Rechtlich im Vordergrund stehen Forderungsübergang, Nebenrechte (Sicherheiten, Covenants), Rang und Zustimmungsanforderungen. Kreditfonds im Bereich Distressed Debt verfügen aufgrund ihrer Spezialisierung auf „Problemkredite“ über ausgeprägte Kompetenzen in der Re- bzw. Umstrukturierung von Unternehmen.

4.1.5.4 Special Situations – Fremdkapital für Sondersituationen

Sondersituationen sind außergewöhnliche Liquiditätssituationen, denen ein Unternehmen vorübergehend ausgesetzt ist. Die Kreditvergabe in Sondersituationen durch Kreditfonds beinhalten den Einsatz von Fremdkapital in Unternehmen, die ungewöhnliche oder komplexe Situationen bzw. Phasen durchlaufen, die auch Chancen für die Wertsteigerungen bieten. Private-Debt-Fonds im Bereich Special Situations haben oft zweistellige Zielrenditen, weisen allerdings auch deutlich höhere Risiken auf. Institutionelle Investoren, die in Special-Situations-Fonds investieren, erwarten in der Regel eine hohe, oftmals zweistellige Rendite.

In der Regel handelt es sich nicht um Liquiditätsprobleme im klassischen Sinne, sondern das Unternehmen befindet sich in einer finanziellen Stresssituation, einer Notlage, einer Umstrukturierung, einer komplexen Ausgründung/Umstrukturierung oder einer Insolvenz, die substantielle Veränderungen mit sich bringt. In dieser Sondersituation benötigt es einen höheren Einsatz von Fremdkapital, den Banken in der Regel nicht finanzieren. Nachfolgeregelung und Änderungen im Gesellschafterkreis von Familienunternehmen sind weitere Gründe, die eine Finanzierungen von Sondersituationen erfordern.

4.1.5.5 Venture Debt – Wagnisfremdkapital

Venture Debt ist eine spezielle Form der Fremdkapitalfinanzierung für junge, durch Risikokapital finanzierte Unternehmen („Venture Capital“), die jedoch oft noch nicht profitabel sind. Wagnisfremdkapital wird daher nicht zu Beginn der Neugründung eines Unternehmens vergeben, sondern erfolgt erst, nachdem das Unternehmen einen gewisse Reifegrad erreicht hat. Zu Beginn der Unternehmensgründung erfolgt die Finanzierung ausschließlich über Eigenkapital. Basierend auf dem erhöhten Risiko der Finanzierungsform verlangen Venture Debt Fonds recht hohe Zinsen, in der Regel über 10% p.a.

Venture Debt ist eine kreditbasierte Finanzierungsform für Startups, die Wachstumskapital ergänzend zu Eigenkapital bereitstellt – mit geringerer Verwässerung und klar definierten Rückzahlungsstrukturen. Diese Darlehen dienen dazu, die Zeit zwischen zwei Eigenkapitalfinanzierungsrunden zu überbrücken, ohne die Anteile der Gründer und bisherigen Investoren weiter zu verwässern. Durch Venture Debt können Start-ups die Zeit bis zur nächsten Finanzierungsrunde („Runway“) verlängern und bis zur nächsten Bewertung wertsteigernde Meilensteine umsetzen.

4.1.5.6 Private Debt – Dachfonds

Private-Debt-Dachfonds bündeln das Kapital von Investoren, um es in ein diversifiziertes Portfolio aus mehreren Private-Debt-Fonds, auch Zielfonds genannt, zu investieren. Mit einer Dachfonds-Strategie kann ein breit diversifiziertes Portfolio aus Private-Debt-Fonds über mehrere Jahrgänge („Vintage years“) aufgebaut werden und dieses hat ein deutlich geringeres Ausfallrisiko als einzelne Fonds. Bei einer typischen Mindestanlage von mehreren Millionen Euro pro Private-Debt-Fonds (Zielfonds) ist eine derartige Diversifikation in der Praxis aber nur für sehr große, professionelle Investoren darstellbar. Der Zugang und das Beziehungsnetzwerk zu General Partnern, im Speziellen für Mid-Cap- und Small-Cap-Fonds sowie für hochspezialisierte Kreditfonds, ist ein wesentlicher Erfolgsfaktor für Private-Debt-Dachfonds, um überdurchschnittliche Renditen zu erzielen. Für Privatanleger und kleinere institutionelle Anleger bieten Private-Debt-Dachfonds eine adäquate Lösung, da diese hiermit Zugang zu einem diversifizierten Private-Debt-Portfolio mit einem optimierten Rendite-Risiko-Profil erhalten können. Private-Debt-Dachfonds-Manager legen Wert auf eine systematische und strukturierte Portfoliokonstruktion und eine Diversifikation nach Anlagestrategie – Corporate Direct Lending, Mezzanine Debt, Distressed Debt, Special Situations Debt, Venture Debt – und Auflagejahren („Vintage years“).

4.1.5.7 Private Debt – Credit secondaries

Private Credit Secondaries sind ein sehr junges Anlagespektrum und umfassen den Kauf und Verkauf bestehender Positionen an Private-Debt-Fonds oder Krediten und bieten Anlegern Liquidität und Zugang zu reiferen Kreditportfolios. Ähnlich wie Private Equity verzeichnet auch der Markt für geschlossene Private-Debt-Fonds eine strukturelle Nachfrage nach Liquidität. Da rund 80% des Engagements auf dem Markt für private Kredite auf geschlossene Fondsstrukturen entfallen, konzentrieren sich sowohl General Partner als auch Limited Partner auf den Einsatz von Fondsmitteln und die Kapitalrückzahlung über einen begrenzten Zeitraum.

4.1.5.8 Real Estate Debt

Real Estate Debt bezeichnet Fremdfinanzierungen, die sowohl von institutionellen Investoren als auch von vermögenden privaten Investoren bereitgestellt werden. Bei dieser Finanzierungsform handelt es sich eine Alternative zur traditionellen Bankenfinanzierung und sie ermöglicht es Investoren, feste Zinserträge zu erzielen. Das Rendite-Risiko-Profil von immobilienbesicherten Darlehen hängt maßgeblich von der Positionierung in der Kapitalstruktur ab. Diese wird marktüblich in vier Risikoklassen unterteilt: Senior Loans, Junior Loans, Whole Loans (Kombination aus Senior- und Junior-Krediten) und Mezzanine. Für viele institutionelle Anleger ist die Erzielung von Erträgen ein wesentliches Ziel, das Immobilienkredite in erster Linie durch Zinszahlungen auf Darlehen generieren können. Zinszahlungen sorgen für stetige und regelmäßige Einnahmen. Senior Loans stellen den höchstrangigen Teil der Kapitalstruktur dar und werden in der Regel mit einem konservativen Beleihungsniveau (Loan-to-Value) von 50% bis 65% vergeben.

4.1.5.9 Infrastructure Debt

Infrastructure Debt ist eine Sub-Anlageklasse im Bereich Private Debt und zeichnet sich durch langfristig stabile und regelmäßige Renditen bzw. Zahlungsströme aus. Im Allgemeinen ist Infrastruktur Debt eine heterogene Anlageklasse, die die Vielfalt der Risikoprofile von Infrastrukturunternehmen und -projekten widerspiegelt.

Der Bereich Infrastrukturfinanzierung umfasst die Finanzierung von Infrastrukturprojekten, die sich auf fünf Sektoren aufteilen: Versorgung (Gas- und Stromtransport, Wassernetzwerke, Abfallbeseitigung), Energie (Photovoltaik, Wasserkraft, Windkraft), Transport (Mautstraßen, Flug- und Seehäfen, Zugverkehr), Kommunikation (Funkmasten, Satelliten, Glasfaser, Datenzentren) und soziale Infrastruktur (Krankenhäuser, öffentliche Verwaltungsgebäude, Seniorenheime, Pflegeheime, Bildungsimmobilien).

Bei der Analyse von Private-Debt-Fonds für die oben aufgeführten Investment-Strategien (4.1.5.1 bis 4.1.5.9) bewertet Scope unter anderem folgende Finanzkennzahlen: Deckungsgrad des Schuldendienstes (Nettobetriebsergebnis/Schuldendienstverpflichtungen), Zinsdeckungsgrad (Ebit/Zinskosten), Verhältnis von Gesamtverschuldung zu Eigenkapital, Nettoverschuldung zu Ebitda. Die Nachrangigkeit bei Mezzanine-Krediten und die hohe Verzinsung sind in der Regel mit (deutlich) erhöhten Risiken verbunden und werden von Scope als generell als riskanter eingestuft. Im Bereich Real Estate Debt bilden Senior Loans den risikoärmsten Teil der Kapitalstruktur und erwirtschaften niedrigere Renditen als nachrangige Fremdfinanzierungen. Je konservativer der Beleihungsauslauf ist und je besser die Absicherungsmechanismen ausgestaltet sind, umso positiver wird dies von Scope bewertet.

4.1.6 Wesentliche Parameter der Portfolioanalyse

4.1.6.1 Kreditprämie

Private-Debt-Instrumente bietet in der Regel eine Kreditprämie gegenüber vergleichbaren Schuldtiteln, die an einer öffentlichen Börse (z.B. Hochzinsanleihen) gehandelt werden. Je höher die Kreditprämie bei der Kreditvergabe durch einen Private-Debt-Fonds innerhalb eines Marktsegments (z.B. Senior Secured Loans) ist, desto besser wird dies von Scope bewertet. Die Höhe der Kreditprämie ist sowohl vom aktuellen Kapitalmarktumfeld, den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und unternehmensspezifischen Faktoren abhängig und schwankt im Laufe der Zeit. Kreditprämien können einerseits anhand von aktuellen Marktdaten und Benchmark-Analysen analysiert werden, andererseits auch auf dem historischen Leistungsausweis des General Partners basieren.

Für risikoreichere und komplexe Private-Debt-Strategien kann die Kreditprämie teilweise deutlich höher sein. Historisch betrachtet bietet Private Debt eine Kreditprämie, die auch unter unterschiedlichen Zinsumfeldern bestehen bleibt.

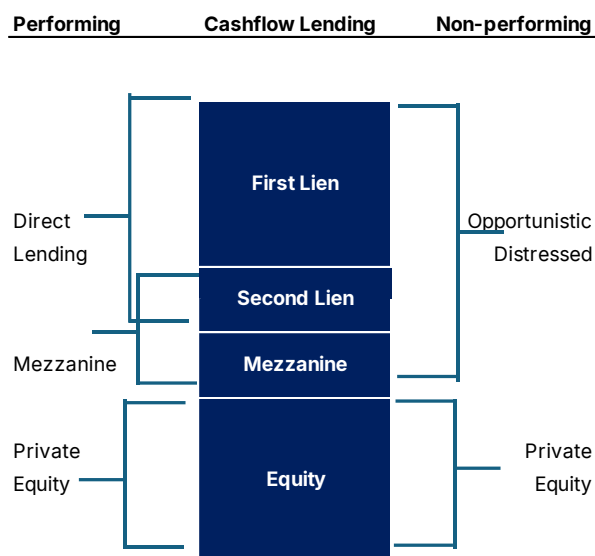
4.1.6.2 Ausfallraten

Die Ausfallraten für Private-Debt-Instrumente, insbesondere bei erstrangig besicherten Krediten, ist niedriger als bei vergleichbaren Krediten von öffentlichen Schuldern, insbesondere bei Hochzinsanleihen. Dies führen Marktteilnehmer im Allgemeinen auf die strengeren Kreditvertragsklauseln und die direkte Einflussnahme der Kreditgeber zurück. Die Ausfallraten von Private-Debt-Fonds werden anhand von Benchmark-Daten beurteilt, wobei die einzelnen Kreditstrategien (z.B. Senior Loans, Subordinated Loans und Kredite für Sondersituationen etc.), die regionale Allokation, die Länderallokation und das Auflagejahr des Fonds („Vintages“) analysiert und ausgewertet werden. Dabei wird bei der Ausfallrate des spezifischen Portfolios seit Auflage im Vergleich zu anderen vergleichbaren Fonds abgestellt. Bei einem im Aufbau befindlichen Portfolio stellt Scope auf die Ausfallrate hinsichtlich der spezifischen Investment-Strategie seit Auflage ab.

4.1.6.3 Zinsstruktur

In den meisten Fällen verfügen Kredite im Bereich Direct Lending über eine variable Verzinsung. Dies führt in einem Umfeld steigender Zinsen zu höheren Zinskupons. In einem Umfeld mit steigenden Inflationsraten bieten variabel verzinsliche Darlehen einen gewissen Inflationsschutz, da die Zinssätze steigen und die Kaufkraft (teilweise) erhalten. Variabel verzinsliche Kredite verbunden mit einem adäquaten Floor-Satz werden von Scope als vorteilhafter beurteilt, da diese Investoren gegen Zinsänderungsrisiken größtenteils schützen. Wenn der variable Zinssatz, Referenzzins plus Kredit-Spread, unter eine festgelegte Untergrenze („Floor“) fällt, garantiert der Floor, dass der Anleger dennoch den Floor-Satz erhält. Dieser Mechanismus ist bei Krediten von Private-Debt-Fonds weit verbreitet.

Abbildung 3: Kapitalstruktur von Corporate-Private-Debt-Strategien



Quelle: Scope Fund Analysis

4.1.7 Fremdkapitalfinanzierung: Sponsored versus Non-Sponsored

„Sponsored Loans“ sind Kredite, die Kreditfonds an Unternehmen vergeben, die sich im Besitz einer Private-Equity-Gesellschaft befindet. In der Regel identifiziert die Private Equity-Gesellschaft bei dieser Finanzierungsform den Kreditgeber selbst und hilft bei der Aushandlung der Kreditbedingungen zwischen dem Kreditnehmer und dem Kreditgeber. Private-Equity-Gesellschaften suchen aktiv Kreditgeber, die bei der Finanzierung von Transaktionen partizipieren. Der Kreditfonds erhält einen direkten Zugang zur Risikoprüfung (Due Diligence) des Private-Equity-Eigentümers und verfügt somit über detaillierte Unterlagen, um das Geschäftsmodell und damit die Kreditrisiken des einzelnen Kredits zu beurteilen. Das Eigenkapitalengagement des Private-Equity-Investors ist dabei eine zusätzliche Sicherheit für den Kreditfonds. Für Kreditgeber bietet das Eigenkapital der Private-Equity-Gesellschaft eine zusätzliche Position in der Kapitalstruktur, die das Fremdkapital des Kreditgebers schützt, falls das Unternehmen liquidiert werden muss. Da Fremdkapital in der Kapitalstruktur vor Eigenkapital rangiert, steht der Kreditfonds bei der Rückzahlung von Ausschüttungen oder Erlösen an erster Stelle. Bei einer Finanzierung durch „Sponsored Loans“ muss das gesamte Eigenkapital aufgezehrt sein, bevor Kredite gefährdet sind.

„Non-sponsored Loans“ sind Kredite, die Kreditfonds Unternehmen zur Verfügung stellen, die sich nicht im Besitz eines Private-Equity-Investors befinden. Bei dieser Art der Finanzierung arbeiten Kreditfonds ohne Zwischenhändler, d.h. Private-Equity-Gesellschaften, direkt mit den Kreditnehmern zusammen. „Non-sponsored“ Transaktionen sind oftmals kleiner, schwieriger zu identifizieren („Origination“) und wurden in der Vergangenheit aufgrund des niedrigeren Eigenkapitalpolsters in der Kapitalstruktur als risikoreicher angesehen. Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass Unternehmen mit komplizierten Finanzierungsbedürfnissen eher von Kreditfonds finanziert werden, die sich dieses oftmals höhere Risiko entsprechend verzinsen lassen.

Scope bewertet „Sponsored Loans“ im Allgemeinen vorteilhafter, da die Equity Sponsoren im Regelfall einen umfangreiche Due Diligence durchgeführt haben. Jedoch wird in der Analyse berücksichtigt, dass ein höherer Leverage bei Private-Equity-finanzierten Unternehmen mit erhöhtem Risiko verbunden ist.

4.1.8 ESG

Die ESG-Ausrichtung der untersuchten Fonds ist von zentraler Bedeutung. Dem trägt Scope bei der Analyse der Private-Debt-Fonds mit einem eigenen Bewertungspunkt Rechnung. Die Bewertung der ESG-Ausrichtung setzt sich hierbei aus zwei grundlegenden Bereichen zusammen: der Nachhaltigkeitsstrategie des Private-Debt-Fonds und der Nachhaltigkeitsorganisation des jeweiligen Asset Managers.

4.1.8.1 ESG Capability Manager

Mit dem ESG Capability Rating bietet Scope die Möglichkeit, über die regulatorischen Bestrebungen hinaus eine einheitliche, vergleichbare Beurteilung von Asset-Management-Gesellschaften in Bezug auf ESG zu schaffen. Neben ökologischen Kriterien werden auch die aus Sicht von Scope relevanten sozialen und „Corporate Governance“ Themen auf Unternehmens-ebene adressiert und sowohl relativ zu den jeweiligen Marktteilnehmern der betreffenden Peergroup als auch anhand absoluter Mindeststandards bewertet. Ergänzt wird die Ratingmethodik durch eine Analyse der zur Verfügung stehenden Ressourcen, der Qualifikation der handelnden Personen, deren Incentivierung und der Motivation, die ESG-Strategie in den Investment- bzw. Managementprozess und das Zielfortfolio umzusetzen. Ferner wird der Grad der ESG-Integration in das Research, die Investmentphilosophie, die Investmentprozesse, das Risikomanagement und das Monitoring des ESG-Profiles analysiert. Auch der Umfang und die Wahrnehmung eines aktiven Beteiligungsmanagements („active ownership“) werden thematisiert und bewertet.

Das ESG Capability Rating von Scope ist damit das Resultat einer kritischen und objektiven Bewertung von Schlüsselfaktoren, die die Fähigkeit eines Managers bestimmen, alle aus Sicht von Scope relevanten Bereiche der Nachhaltigkeit umzusetzen. Es bietet damit einen wesentlichen Baustein für den Investment-Entscheidungsprozess von Investoren.

Bei Gesellschaften, die nicht über ein separates ESG Capability Rating verfügen, wird eine strukturierte Bewertung zugrunde gelegt.

Nachhaltigkeitsstrategie

In einem ersten Schritt wird geprüft, inwieweit das Unternehmen bzw. der Asset Manager über eine definierte Nachhaltigkeitsstrategie verfügt und auf welche Weise diese niedergelegt und dokumentiert ist - insbesondere in Form eines jährlichen

Nachhaltigkeitsberichts. Im zweiten Schritt wird die Plausibilität der Nachhaltigkeitsstrategie generell sowie in Bezug auf die konkret verwalteten Private-Debt-Portfolios untersucht.

In dieser Betrachtung spielt der Grad der Strategieumsetzung und die Durchdringung der verwalteten Portfolios eine wesentliche Rolle. Unter anderem wird bewertet, welche Mindestanforderungen im Ankauf sowie während der Haltedauer eines Investments gelten.

Nachhaltigkeitsorganisation

Bei der Bewertung der Organisationsstruktur im Bereich Nachhaltigkeit stellt die Durchgängigkeit, mit der das Thema in die verschiedenen Prozesse der Wertschöpfungskette integriert ist, ein ausschlaggebendes Kriterium dar. Dies betreffen nicht zuletzt die Kreditvergabe und Kreditrückzahlung, als auch das Kredit-Monitoring sowie das Risikocontrolling und möglicherweise die Restrukturierung von Krediten. Um festzustellen, inwieweit die Anforderungen der Nachhaltigkeitsstrategie umgesetzt werden können, werden insbesondere die Organisationsstruktur und die Implementierung von Nachhaltigkeitsgesichtspunkten bei der Kreditvergabe, möglicherweise in Zusammenarbeit mit dem Finanzsponsor, betrachtet.

4.1.8.2 ESG-Strategie Fonds

Die ESG-Strategie eines Fonds wird immer relevanter für Investitionsentscheidungen. Scope beurteilt diese ganzheitlich für die zu analysierenden Fonds. Dabei finden sowohl umweltbezogene als auch soziale und Governance-Aspekte auf Fondsebene Berücksichtigung. Neben der Auswahl und dem Monitoring von Private Debt Loans werden auch Ausschlusskriterien berücksichtigt, beispielsweise bei der Liquiditätsanlage.

Am 10.03.2021 ist die europäische Verordnung über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor („Sustainable Finance Disclosure Regulation“ (SFDR)) in Kraft getreten. Damit gelten für Finanzmarktteilnehmer und Finanzberater EU-weite Vorschriften in Bezug auf Transparenz bei Nachhaltigkeitsrisiken und negativen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren sowie die Bereitstellung von nachhaltigkeitsbezogenen Informationen für Finanzprodukte.

Die SFDR zielt darauf ab, potenzielle Anleger in ihrer Investitionsentscheidung zu unterstützen. Dies geschieht durch eine Bereitstellung zusätzlicher Informationen, die Transparenz und damit Vergleichbarkeit zwischen Produkten schaffen soll. Hierzu gehört die Offenlegung, ob und inwieweit ESG-Risiken in Investitionsentscheidungen integriert werden. Ziel ist eine Verhinderung von „Greenwashing“ und die Identifizierung von ESG-Produkten.

Die Verordnung teilt Anlageprodukte nach dem Grad der Integration von ESG-Kriterien in unterschiedliche Kategorien (Artikel 6, 8 oder 9) ein. Im Rahmen des Ratings von Private-Debt-Fonds orientiert sich Scope an dieser Klassifizierung und vergibt für Artikel-9-Fonds die höchste Note. Artikel-9-Fonds sind Finanzprodukte gemäß SFDR, die positive Nachhaltigkeitswirkungen anstreben oder ein explizites Nachhaltigkeitsziel verfolgen. Im Fachjargon werden diese häufig auch als „dunkelgrün“ oder teilweise als „Impact-Fonds“ bezeichnet. Private-Debt-Fonds zielen oftmals darauf ab, ökologische oder soziale Merkmale zu fördern, ohne dass der Schwerpunkt der Investment-Strategie zwangsläufig auf nachhaltigen Investitionen liegen muss (Artikel-8-Fonds). Je höher auf der Nachhaltigkeitseinstufung ein Fondsprodukt ausgestaltet ist, desto höher wird dies in diesem Kriterium bewertet.

4.1.9 Finanzstruktur

Die Bewertung der Finanzstruktur besteht aus drei Kategorien: Liquiditätsanlagen, Fremdfinanzierungsstruktur und Währungsrisiko.

4.1.9.1 Liquiditätsanlagen

Die Verfügbarkeit von Liquidität ist von zentraler Bedeutung für die Flexibilität eines Private-Debt-Fonds, um die Kapitalabrufe strukturiert zu planen und durchzuführen.

Bei der Liquiditätsstruktur bewertet Scope nach den Grundsätzen der Verfügbarkeit bzw. Liquidierbarkeit der Liquiditätsanlagen und des grundsätzlichen Risikos der Anlage. Bankguthaben als sichere schnell liquidierbare Anlagen werden grundsätzlich am besten bewertet. Die Diversifikation der Tages- und Termingelder auf unterschiedlichen Banken und deren jeweilige Bonität findet ebenfalls Berücksichtigung. Die Geldmarktinstrumente und Wertpapiere werden basierend auf ihrem vorhandenen externen Rating bewertet. Je höher das Rating der Anlagen, desto besser die Bewertung des Kriteriums. Wird

die Liquidität in Investmentfonds investiert, kann die Bewertung auf Grundlage von Scopes Rating-Methodik für Mutual Funds erfolgen ([Download](#)).

4.1.9.2 Fremdfinanzierungsstruktur

Die Kredithöhe wird nach dem Grundsatz bewertet, je niedriger die Fremdkapitalquote, desto geringer das Risiko für den Fonds und im Umkehrschluss, desto höher die Flexibilität für die Aufnahme neuer Kredite, sofern dies in der Strategie des Produktes verankert ist. Bei der Bewertung der Restlaufzeit der Darlehen auf Fondsebene und ihrer Zinsbindung werden lange Restlaufzeiten am besten bewertet, da diese risikominimierend wirken.

In der Regel sind Kreditfonds auf Fondsebene entweder gar nicht oder nur gering verschuldet. Damit basiert das Kredit- bzw. Bonitätsrisiko des Private-Debt-Fonds auf den unterliegenden Kreditnehmern selbst. Andererseits gibt es Private-Debt-Fonds, die explizit Fremdkapital auf Fondsebene einsetzen, um die Fondsrendite für Investoren zu steigern. Im Fondsprospekt wird oftmals eine Hebelwirkung („Leverage“) in prozentualer Höhe des Fondsvermögens, beispielsweise 0,5x Leverage, angegeben. Des Weiteren besteht die Möglichkeit, dass Private-Debt-Fonds eine „unlevered“ und eine „levered“ Anteilsklasse anbieten, um die Bedürfnisse von unterschiedlichen Investorengruppen abzubilden.

4.1.9.3 Währungsrisiko

Offene, das heißt nicht durch Devisentermingeschäfte abgesicherte Fremdwährungspositionen werden nach dem Risiko-Grundsatz bewertet, dass das Risiko aus eventuell schwankenden Wechselkursen umso niedriger ist, je geringer die offenen Positionen ausfallen. Hier bezieht Scope den Durchschnitt der offenen Fremdwährungspositionen der vergangenen zwölf Monate vor dem Bewertungsstichtag, aber auch die Minimal- und Maximalwerte der offenen Positionen in die Bewertung ein.

4.2 Managementscore

Grundsätzlich ist Scope der Überzeugung, dass ein gutes Management den Erfolg eines Investments erheblich beeinflusst. Ein qualitativ hochwertiges Management kann Risiken mindern und Chancen erhöhen. Beim Rating der Private-Debt-Fonds betrachtet Scope das Management aus zwei Perspektiven: Das Asset Management Rating bewertet die übergeordneten Strukturen auf Gesellschaftsebene des General Partners. Die Bewertung des Fondsmanagements bezieht sich hingegen allein auf den zu bewertenden Fonds.

Scope stützt sich dabei explizit auf seine erstellten Asset Management Ratings.

Bei Gesellschaften, die nicht über ein separates Asset Management Rating verfügen, wird eine strukturierte Bewertung zugrunde gelegt, die sich an den Kriterien des Asset Management Ratings orientiert.

4.2.1 Asset Management Rating

Das von Scope vergebene Asset Management Rating (AMR) ist das Resultat einer kritischen und objektiven Bewertung von Schlüsselfaktoren, die die Fähigkeit eines Asset Managers bzw. General Partners beeinflussen, im Interesse der Investoren zu handeln. Das Rating bietet einen wesentlichen Input für den Investment-Entscheidungsprozess von Investoren.

Die Bewertung des Asset Managers erfolgt über einen Scorecard-Ansatz, verteilt auf fünf verschiedene Bereiche:

- Unternehmen
- Investment Management
- Investment Track Record
- Governance, Risikomanagement und ESG
- Investor Relations

Die Bewertung erfolgt über einen Scorecard-Ansatz, mithilfe dessen eine Vielzahl von qualitativen und quantitativen Einzelkriterien geprüft werden. Entsprechend der Ausprägung der Qualität werden für jedes Kriterium ein bis vier Punkte vergeben, wobei ein Punkt dem institutionellen Mindeststandard entspricht und vier Punkte für exzellente Qualität stehen. Wenn ein Manager den institutionellen Mindeststandard für ein bestimmtes Unterkriterium nicht erfüllt, werden null Punkte vergeben. Starke Verfehlungen dieses Mindeststandards für Einzelkriterien können auch negative Punkte nach sich ziehen.

Der gewichtete Durchschnittsscore aller Kriterien ergibt das empfohlene AMR für den Manager alternativer Investments.

Das endgültige AMR wird vom Ratingkomitee vergeben und normalerweise jährlich oder bei bestimmten Ereignissen bzw. materiellen Entwicklungen erneut geprüft. Bei drei oder mehr Einzelkriterien mit null oder negativen Punkten obliegt es der Entscheidung des Ratingkomitees, ob die Verfehlungen des institutionellen Mindeststandards bei den entsprechenden Einzelkriterien schwerwiegend genug sind, um das AMR nach unten zu notchen oder gänzlich auf „C_{AMR}“-Niveau (nicht institutioneller Standard) zu begrenzen, auch wenn sich aus dem gewichteten Durchschnittsscore ein Rating von BBB_{AMR} oder höher ableitet. Das endgültige AMR-Rating wird durch einen qualifizierten Mehrheitsbeschluss des Ratingkomitees vergeben.

Die Bewertung erfolgt stets im Kontext der relevanten Peergroup, so dass eine hohe Konsistenz und Vergleichbarkeit über ein breites Spektrum von Asset Managern gewährleistet ist. Scope nimmt die Einordnung bei Einzelkriterien der Methodik stets im Sinne des Grundgedankens des jeweiligen Einzelkriteriums vor, um der Vielfalt der unterschiedlichen Assetklassen gerecht zu werden. Im Einzelfall kann dies eine Abweichung von der Ratingkalibrierung zur Folge haben.

Die Rating-Skala für das Asset Management Rating wird in Abbildung 4 dargestellt. Die Bewertung des Asset Managements erfolgt über ein Scoring-Modell, das bei Erreichung des institutionellen Mindeststandards zu einer Bewertung zwischen AAA_{AMR} und BBB_{AMR} für den Asset Manager führt. Sollte dieser Mindeststandard nicht erreicht werden, wird die Note von C_{AMR} vergeben. Ratings unterhalb des BBB_{AMR}-Bereiches gelten als recht selten, denn Unternehmen solch geringer Qualität entscheiden sich nur in Ausnahmefällen für ein externes Asset Management Rating. Die einhergehende Note hätte einen entsprechend negativen Einfluss auf das Fondsrating.

Die detaillierte AMR-Methodik ist auf dem [ScopeExplorer](#) verfügbar.

Abbildung 4: Rating-Skala Asset Management Rating

AAA _{AMR}	exzellente Qualität und Kompetenz	4	Entspricht institutionellen Standards
		3.6	
AA _{AMR}	+	3.3	
	sehr gute Qualität und Kompetenz		
	-	2.7	
A _{AMR}		2.4	
	+	2.1	
	gute Qualität und Kompetenz		
	-	1.5	
BBB _{AMR}		1.2	
	+	0.9	
	zufriedenstellende Qualität und Kompetenz		
	-	0.3	
C _{AMR}	Entspricht nicht institutionellen Standards		

Quelle: Scope Fund Analysis

4.2.2 Bewertung Fondsmanagement

Bei der Bewertung des Fondsmanagements werden die Faktoren Private-Debt-Erfahrung, Kontinuität und Aufstellung des Fondsmanagements berücksichtigt. Darüber hinaus fließen die Bewertung der Portfoliostrategie und die historische

Portfolioentwicklung ein. Weitere bewertungsrelevante Punkte sind die Transaktionsleistung im vergangenen Geschäftsjahr sowie die Kostenstruktur des Fonds.

Die Qualität des Teams und sein Erfahrungsschatz sind wichtige Grundvoraussetzungen für den Investmenterfolg. Scope prüft die durchschnittliche Branchen- bzw. Transaktionserfahrung der Teammitglieder. Die Größe und die Organisationsstrukturen innerhalb der Teams sollen der Strategie und dem erforderlichen Arbeitsaufwand angemessen sein. Des Weiteren sieht es Scope als unerlässlich für ein erfolgreiches Portfolio Management im Bereich Private Debt an, dass ein ausgeprägtes Kontaktnetzwerk zu Private-Equity-Sponsoren, umfangreiche Beziehungen zu mittelständischen Unternehmen bzw. lokale Investmentexpertise innerhalb des selbst gewählten Investmentuniversums vorhanden ist. Ein weiterer Aspekt der Analyse ist die Fähigkeit des General Partners, einen attraktiven Deal Flow zu generieren bzw. Transaktionsziele aus eigener Kraft ausfindig („Origination“) zu machen und damit einen proprietären Zugang zu potenziellen Investments zu generieren. Ein differenzierter Investmentansatz, hohe Strukturierungskompetenz im Bereich Private Debt und ein umfangreiches Netzwerk an Industrieexperten werden in dieser Hinsicht positiv gewertet.

Das Asset Management Rating und die Bewertung des Fondsmanagements bilden zusammen den Managementscore eines jeden Fonds. Der Portfolioscore, bestehend aus den Bereichen Asset Portfolio, ESG und Finanzstruktur und der Managementscore bilden zusammen den Risikoscore des Fonds. Diese Vorgehensweise unterstellt, dass ein im Markt überdurchschnittliches Management tendenziell die Risiken eines Fonds mindert bzw. ein weniger gutes Management risikoe erhöhend wirkt.

Das Fondsmanagements von Private-Debt-Fonds kann die Gesamtrendite über mehrere Ertragskomponenten erzielen. Regelmäßige Zinskupons stellen dabei mit Abstand die Hauptertragsquelle dar und es gibt allerdings weitere zusätzliche Renditekomponenten. Diese können zu einer Steigerung der Gesamtrendite des Fonds beitragen. Zu den weiteren potenziellen Renditetreiber zählen unter anderem:

- Vorzeitige Rückzahlungen: Werden Kredite früher zurückgezahlt, führt dies zu höheren Renditen, da die Origination Fees über einen kürzeren Zeitraum abgeschrieben werden;
- Kündigungs- und Vorfälligkeitsentschädigungen: Wenn ein Private-Debt-Fonds einen Kredit vergibt, enthält dieser in der Regel eine Vorfälligkeitsentschädigungsklausel, um vorzeitige Rückzahlungen innerhalb der ersten Jahre zu verhindern;
- Kapitalrecycling: Das Recycling von Kapital während der Investitionsphase bietet potenzielle Vorteile für den Fonds. Durch das Recycling von Kapital werden neue Origination Fees generiert, indem dasselbe Kapital in neue Anlagen reinvestiert wird, was potenziell zu höheren Renditen führt;
- Eigenkapital-Co-Investments und Optionsscheine: Eigenkapital-Co-Investments in Unternehmen, welchen der Private-Debt-Fonds eine Fremdfinanzierung bereitgestellt hat, können zusätzliche Performance generieren. Genussrechte und eigenkapitalähnliche Strukturen sind bei Mezzanine-Finanzierungen verbreitet;
- Gebühren nach Kredit-Abschluss: Für Investitionen fallen in der Regel Änderungs- oder Bearbeitungsgebühren an, sobald die Kreditunterlagen neu bewertet werden müssen;
- Gebühren nach Abschluss: Für Kredite fallen in der Regel Änderungs- oder Bearbeitungsgebühren an, sobald die Kreditunterlagen neu bewertet werden müssen;
- Gebühren für zugesagte, aber nicht in Anspruch genommene Kreditlinien: Diese Kreditlinien können durch Kreditnehmer in Anspruch genommen werden, wenn bestimmte Leistungskriterien erfüllt. Private-Debt-Fonds erhalten oftmals eine Bearbeitungsgebühr bei Abschluss und Bereitstellungsgebühren für nicht in Anspruch genommene Kreditlinien.

4.3 Risiko-Rendite-Relation

Bezüglich der Ermittlung der Risiko-Rendite-Relation wird die historische Rendite eines jeden Fonds als Basis zugrunde gelegt. Da Private-Debt-Investitionen und der damit verbundene Anlagehorizont mittelfristiger Natur sind, stellt Scope bei der historischen Performance-Betrachtung grundsätzlich auf einen Fünfjahreshorizont ab. Kurzfristige Performance-Entwicklungen, die deutlich von der durchschnittlichen Performance zum Stichtag abweichen, können dabei gesondert in die Bewertung einfließen. Diese Abweichungen können im Ratingkomitee zu einem vom Ratingvorschlag abweichenden finalen Rating führen.

Der aus den vorherigen Abschnitten ermittelte Risikoscore eines jeden Fonds wird anhand einer Mapping-Tabelle in eine individuelle risikoadjustierte Rendite-Kennzahl übersetzt. Je besser der Risikoscore, desto niedriger fällt diese Kennzahl aus. Die Kennzahl wird anschließend mit der tatsächlich erzielten fondsspezifischen Rendite ins Verhältnis gesetzt, woraus der Ratingvorschlag für das Ratingkomitee resultiert. Das endgültige Fondsrating wird vom Ratingkomitee vergeben und kann vom quantitativen Ratingvorschlag abweichen.

Die Bewertung der Rendite eines Fonds fällt umso positiver aus, je deutlicher er seine Kennzahl schlägt. Sollten beide Werte in einem angemessenen Verhältnis zueinanderstehen, vergibt Scope eine neutrale Bewertung (bbb_{AIF}-Bereich), während eine Unterschreitung der Kennzahl eine negative Bewertung auslöst.

Aufgrund der Illiquidität und der Komplexität von Private Debt bietet die Anlageklasse in der Regel ein höheres Renditepotenzial als öffentliche Schuldtitel wie Staats- und Unternehmensanleihen. Die Renditen privater Kredite bestehen aus drei Komponenten: einem variablen Basiszinssatz, einem Kupon-Spread und einem Emissionsabschlag („Original Issue Discount“). Kreditfonds können aufgrund der Illiquidität und Komplexität ihrer Kredite das zugesagte Kapital nur sukzessive und über mehrere Jahre investieren. Es erfolgt eine ausführliche und umfangreiche Due Diligence des Kreditnehmers bzw. des Kredites selbst. Dadurch können Private-Debt-Fonds selektiv und sukzessive das Kapital der Anleger investieren. Des Weiteren erfolgt die Vereinbarung von teilweise umfangreichen Gläubigerschutzklauseln (Covenants), die zu einer besseren Besicherung der Kredite und einem geringeren Risiko führen. Nachdem die meisten Kreditfonds entweder gar nicht („no fund leverage“) oder nur gering selbst verschuldet sind (leverage), ist das Risiko auf die Bonität und Qualität der Kreditnehmer des Fonds beschränkt.

Konzentriert sich ein hoher Teil der historischen Investment Performance auf wenige Private-Debt-Instrumente, steigt zudem das Risiko des Fonds. Daher betrachtet Scope bei der Bewertung und Analyse von Private-Debt-Fonds auch das Konzentrationsrisiko anhand der Top-1, Top-3 und Top-5, Top-10 Kredite basierend auf dem investiertes Eigenkapital bzw. aktuellen Nettoinventarwert der jeweiligen Kredite.

Befindet sich das Produkt noch in der Anlaufzeit, ermittelt Scope im Rahmen eines vorläufigen Ratings („Preliminary Rating“) das Rendite-Risiko-Verhältnis anhand der geplanten bzw. der bis dato erzielten Rendite und den Prognosen für das bewertete Portfolio, wobei schwerpunktmäßig auf die Investitionskriterien und -strategie abgestellt wird. Nach Ablauf des dritten vollständigen Geschäftsjahres kann ein Initial Rating vergeben werden. Längstens bis zum Ablauf der Anlaufzeit sind Preliminary Ratings möglich.

4.4 Analyse der struktur- und sektorspezifischen Einflüsse

Darüber hinaus werden qualitative Faktoren berücksichtigt, die teilweise erheblichen Einfluss auf das Rendite-Risiko-Profil des Fonds haben können. Diese Faktoren können bei erheblichen zu erwartenden Auswirkungen im Rahmen des Ratingkomitees zu einer Anpassung des Ratingergebnisses führen. Besonders, wenn diese im Rahmen der Risikoanalyse nicht adäquat quantitativ erfasst werden können. Fällt beispielsweise der Hauptvertriebskanal eines Fonds weg, kann dies zum Verlust von Anlegergruppen oder zu Liquiditätsproblemen führen.

Strukturelle und rechtliche Risiken

Faktoren, die das Rating unabhängig vom quantitativen Teil beeinflussen können, sind insbesondere die Liquiditätssteuerung auf KAG/KVG-Ebene. Dazu zählen die Struktur und Steuerbarkeit des Vertriebsnetzes und die Zusammensetzung der Anlegerstruktur (institutionelle vs. private Anleger) sowie die Liquidierbarkeit von Anteilen, also die Möglichkeit der Anleger, ihre Anteile sofort liquidieren zu können, oder die Ausgestaltung von Kündigungsfristen bzw. von Gating-Mechanismen.

In diesem Punkt bewertet Scope deshalb auch die Höhe der Liquiditätsquote, deren Entwicklung sowie den noch verfügbaren Kreditrahmen als ein mögliches Instrument der Liquiditätssteuerung. Sieht Scope auf Basis dieser Analyse ein unmittelbares Liquiditätsrisiko für den Fonds, wirkt sich dies negativ auf das Ratingergebnis aus.

Das Rating trifft in diesem Zusammenhang keine Aussage über die Wahrscheinlichkeit einer (befristeten) Rücknahmeaussetzung/eines Gatings oder der Abwicklung/Liquidation eines Produktes.

Des Weiteren werden Risiken, die sich je nach Jurisdiktion aus dem regulatorischen Umfeld des Fonds ergeben, berücksichtigt.

Fonds- oder sektorspezifische Risiken

In diesem Bewertungspunkt werden mögliche Risiken erfasst, die aus signifikanten Veränderungen des Marktes resultieren können. So beispielsweise bei Fonds, die sich im Aufbau befinden und damit auf überhitzte Märkte fokussiert sind, oder mögliche Investitions-/Desinvestitionshemmnisse durch z.B. steuerliche Änderungen für Fonds oder in relevanten Investmentmärkten.

5. Rating-Definition und Rating-Skala für Alternative Investment Funds (AIF)

5.1 Rating-Definition

Scopes AIF-Rating für Private-Debt-Fonds und Private-Debt-Dachfonds beurteilt die Qualität des bewerteten Fonds im Hinblick auf seine risikoadäquate Performance.

Das Rating tritt mit der Veröffentlichung der Ratingmitteilung und des -berichts in Kraft und ist bis zur Veröffentlichung eines aktualisierten Ratings (in der Regel nach einem Jahr) gültig. In diesem Zeitraum findet eine regelmäßige Überwachung der relevanten Faktoren statt – siehe 5.3. Scope behält sich vor, das Rating im Fall entscheidender Veränderungen auszusetzen bzw. entsprechend anzupassen.

Das Rating wird grundsätzlich mit Abschluss des Ratingverfahrens auf der Online-Plattform „ScopeExplorer“ veröffentlicht. Unter www.scopeexplorer.com sind zudem alle relevanten Methodiken und die Ratingveröffentlichungen aufrufbar. Ein Rating kann auch den Status „Private“ tragen und ist in diesem Falle ausschließlich für interne Zwecke des Auftraggebers erstellt worden und darf daher nur für diese genutzt werden.

5.2 Rating-Skala für AIF

Einem AIF können Ratings von 'aaa_{AIF}' bis 'd_{AIF}' zugeordnet werden, mit einer Feinjustierung in Form eines „Notchings“ für den Bereich von 'aa_{AIF}' bis 'b_{AIF}'. Das Suffix 'AIF' unterstreicht die Anwendung dieser Ratings auf AIF gemäß der Definition der EU-Richtlinie 2011/61/EU.

Abbildung 5: AIF-Rating-Skala

aaa_{AIF}	Auf Basis von quantitativen und qualitativen Faktoren kann bei Fonds mit einem Rating in dieser Kategorie eine exzellente risikoadjustierte Rendite erwartet werden.
aa_{AIF}	Auf Basis von quantitativen und qualitativen Faktoren kann bei Fonds mit einem Rating in dieser Kategorie eine sehr gute risikoadjustierte Rendite erwartet werden.
a_{AIF}	Auf Basis von quantitativen und qualitativen Faktoren kann bei Fonds mit einem Rating in dieser Kategorie eine gute risikoadjustierte Rendite erwartet werden.
bbb_{AIF}	Auf Basis von quantitativen und qualitativen Faktoren kann bei Fonds mit einem Rating in dieser Kategorie eine ausgewogene risikoadjustierte Rendite erwartet werden.
bb_{AIF}	Auf Basis von quantitativen und qualitativen Faktoren kann bei Fonds mit einem Rating in dieser Kategorie eine mäßige risikoadjustierte Rendite erwartet werden.
b_{AIF}	Auf Basis von quantitativen und qualitativen Faktoren kann bei Fonds mit einem Rating in dieser Kategorie eine sehr mäßige risikoadjustierte Rendite erwartet werden.
ccc_{AIF}	Auf Basis von quantitativen und qualitativen Faktoren kann bei Fonds mit einem Rating in dieser Kategorie eine schwache risikoadjustierte Rendite erwartet werden.
cc_{AIF}	Auf Basis von quantitativen und qualitativen Faktoren kann bei Fonds mit einem Rating in dieser Kategorie eine schwache risikoadjustierte Rendite erwartet werden, verbunden mit dem sehr wahrscheinlichen Risiko eines Kapitalverlusts .
c_{AIF}	Auf Basis von quantitativen und qualitativen Faktoren kann bei Fonds mit einem Rating in dieser Kategorie eine schwache risikoadjustierte Rendite erwartet werden, verbunden mit dem hohen Risiko eines substanziellen Kapitalverlusts .
d_{AIF}	Bei Fonds mit einem Rating in dieser Kategorie kann eine Negativrendite erwartet werden.

Quelle: Scope Fund Analysis

5.3 Ratingveränderungen und Ratingüberprüfungen

Die Ratings im Bereich der Private-Debt-Fonds werden regelmäßig, in der Regel einmal jährlich, aktualisiert. Zusätzlich werden die Fonds durch Scope, sofern nicht anders gekennzeichnet, unterjährig überwacht (Monitoring). Sofern bestimmte Ereignisse im Monitoring darauf hindeuten, dass eine Ratingänderung erforderlich sein könnte, erfolgt eine Überprüfung. Hierzu ermittelt Scope die Auswirkungen der Ereignisse auf das Rating. Zum Zeitpunkt des Eintritts des Ereignisses wird der Fonds durch Scope überprüft und unter Hinweis einer möglichen Änderung (positiv, negativ oder neutral) wird dies auch entsprechend auf www.scopeexplorer.com kommuniziert. Es ist möglich, dass eine Ratingüberprüfung das zuvor bestehende Ergebnis bestätigt.

5.4 Besonderer Vermerk

Die Ratings von Private-Debt-Fonds unterliegen grundsätzlich einem Monitoring. Sollte dies im Einzelfall nicht vorliegen, wird dies im Ratingbericht entsprechend gekennzeichnet.

Bei vorläufigen (Preliminary) Ratings, welche für Fonds vergeben werden, die sich noch in der Anlaufzeit befinden, wird der Ratingnote ein (P) vorangestellt.

Scope Fund Analysis GmbH

Lennéstraße 5
D-10785 Berlin
[ScopeExplorer](#)

Phone: +49 30 27891-0
Fax: +49 30 27891-100
info@scopeanalysis.com

in
Bloomberg: RESP SCOP
[Scope Kontakte](#)

Haftungsausschluss

© 2026 Scope SE & Co. KGaA und sämtliche Tochtergesellschaften, einschließlich Scope Ratings GmbH, Scope Ratings UK Limited, Scope Fund Analysis GmbH und Scope ESG Analysis GmbH (zusammen Scope). Alle Rechte vorbehalten. Die Informationen und Daten, die Scope's Ratings, Rating-Berichte, Rating-Beurteilungen und die damit verbundenen Recherchen und Kreditbewertungen begleiten, stammen aus Quellen, die Scope als verlässlich und genau erachtet. Scope kann die Verlässlichkeit und Genauigkeit der Informationen und Daten jedoch nicht eigenständig nachprüfen. Scope's Ratings, Rating-Berichte, Rating-Beurteilungen oder damit verbundene Recherchen und Kreditbewertungen werden in der vorliegenden Form ohne Zusicherungen oder Gewährleistungen jeglicher Art bereitgestellt. Unter keinen Umständen haftet Scope bzw. haften ihre Direktoren, leitenden Angestellten, Mitarbeiter und andere Vertreter gegenüber Dritten für direkte, indirekte, zufällige oder sonstige Schäden, Kosten jeglicher Art oder Verluste, die sich aus der Verwendung von Scope's Ratings, Rating-Berichten, Rating-Beurteilungen, damit verbundenen Recherchen oder Kreditbewertungen ergeben. Ratings und andere damit verbundene, von Scope veröffentlichte Kreditbewertungen werden und müssen von jedweder Partei als Beurteilungen des relativen Kreditrisikos und nicht als Tatsachenbehauptung oder Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Wertpapieren angesehen werden. Die Performance in der Vergangenheit prognostiziert nicht unbedingt zukünftige Ergebnisse. Ein von Scope ausgegebener Bericht stellt kein Emissionsprospekt oder ähnliches Dokument in Bezug auf eine Schuldverschreibung oder ein emittierendes Unternehmen dar. Scope publiziert Ratings und damit verbundene Recherchen und Beurteilungen unter der Voraussetzung und Erwartung, dass die Parteien, die diese nutzen, die Eignung jedes einzelnen Wertpapiers für Investitions- oder Transaktionszwecke selbständig beurteilen werden. Scope's Credit Ratings beschäftigen sich mit einem relativen Kreditrisiko, nicht mit anderen Risiken wie Markt-, Liquiditäts-, Rechts- oder Volatilitätsrisiken. Die hierin enthaltenen Informationen und Daten sind durch Urheberrechte und andere Gesetze geschützt. Um hierin enthaltene Informationen und Daten zu reproduzieren, zu übermitteln, zu übertragen, zu verbreiten, zu übersetzen, weiterzuverkaufen oder für eine spätere Verwendung für solche Zwecke zu speichern, kontaktieren Sie bitte Scope Ratings GmbH, Lennéstraße 5, D-10785 Berlin.