


# STATA TEMM ENIT

*Die Weiten  
des alternativen  
Universums*

# Investors for a new now



In einem Moment kann sich alles verändern. Was gestern noch unvorstellbar war, ist heute Wirklichkeit. Mit neuen Situationen, die neue Herausforderungen mit sich bringen. Und neue Chancen. Wir nennen es das „new now“. Das bedeutet für uns: Wir suchen die bestmögliche Grundlage für die finanzielle Zukunft unserer Kunden. Egal was sich verändert.

**Mehr zur DWS auf [dws.de](https://www.dws.de)**

**DWS**



**Philipp Bunnenberg**

Leiter Alternative Markets, BAI e.V.

## Das Prinzip Verantwortung

Vorweg die schlechten Nachrichten: Deutschland ist 2021 CO<sub>2</sub>-„schmutziger“ geworden. Erstmals seit 2013 hat sich nicht nur die CO<sub>2</sub>-Emissionsmenge, sondern auch die Emissionsintensität der Wertschöpfung (bezogen auf das BIP) erhöht. Heißt, die Wirtschaftsleistung legte 2021 vor allem auf fossiler Energiebasis zu. Das geht aus dem Prüfbericht des Expertenrats für Klimafragen hervor. Die CO<sub>2</sub>-Emissionen stiegen demnach gegenüber 2020 um rund 4,5 Prozent – die größte prozentuale Zunahme seit 1990. Besucher der diesjährigen BAI Alternative Investor Conference (AIC) wissen zudem, dass wir uns weiter von dem einst gesetzten +1,5°C menschengemachten globalen Temperaturanstiegsziel entfernen und aktuell einen +4°C Pfad eingeschlagen haben. Prof. Edenhofer stellte in seiner höchst interessanten Keynote klar: Die Temperaturgrenzen sind sinnvoll gewählt und hängen unmittelbar mit entscheidenden Kippelementen zusammen. Das Erdsystem antwortet auf den Temperaturanstieg mit verheerenden Klimafolgen. Ein weiter so kann es nicht geben.

Nun zu den guten Nachrichten: PV, Windenergie, negative Emissionstechnologien, die aktiv CO<sub>2</sub> aus der Atmosphäre holen – Technologielösungen, die zum Teil längst erprobt sind und die auch auf der diesjährigen AIC diskutiert wurden. Die AIC hat verdeutlicht: Sowohl Produktanbieter als auch Investoren stehen bereit und gehen mit Verantwortung voran, die Energie- und Verkehrswende, die Treibhausgasreduzierung des Gebäudesektors, die Umrüstung hiesiger Unternehmen zu finanzieren. Infrastruktur als sich dynamisch entwickelnde Anlageklasse hat sich als Stabilitätsanker in den Portfolios deutscher institutioneller Investoren etabliert. Gemäß aktuellem BAI Investor

Survey sind deutsche Investoren im Durchschnitt bereits mit 2,8 Prozent (ein Prozent) in Infrastruktur Equity (Debt) allokiert und wollen diese Quote auf 3,7 Prozent (1,2 Prozent) ausbauen.

### Inhalt

- 04 Warum Investments in regenerative Landwirtschaft profitabel und sinnvoll sind
- 06 Mit Agrarinvestments die Biodiversität beackern
- 08 Private Debt zwischen Inflation und Wachstumsschwäche
- 10 Private Debt bietet nicht nur Illiquiditätsprämien
- 12 Nach wie vor ein attraktiver Weg in Private Equity: Secondaries
- 14 „Die digitale Infrastruktur ist ein bedeutender Wachstumsbereich“
- 16 Infrastruktur: Investitionen in die digitale Revolution
- 18 A wie Alternatives
- 22 Kontakt und Impressum

Wie geht es nun weiter? Die oben berichteten Emissionswerte lagen besonders für den Verkehrs- und den Gebäudesektor oberhalb der im Klimaschutzgesetz vorgegebenen Zielwerte. Entsprechend müssen die zuständigen Ministerien innerhalb von drei Monaten ein Sofortprogramm vorlegen. Klientelpolitik ist dabei nicht hilfreich. Was wir brauchen, sind zielgerichtete Investitionen in unsere Infrastruktur – über alle Sektoren hinweg. Der Privatsektor steht jedenfalls bereit. Die Ampel wollte mit dem Koalitionsvertrag „Mehr Fortschritt wagen“ – und daran wird sie folgerichtig gemessen werden müssen. Die institutionelle Kapitalanlage, ohne die eine Energiewende nicht zu bewältigen ist, fand im Koalitionsvertrag jedoch noch keine ernstzunehmende Berücksichtigung. Nun ist es dringliche Aufgabe der Koalition, das nachzubessern und gemeinsam mit institutionellen Investoren die hiesige Infrastruktur für das 21. Jahrhundert und darüber hinaus aufzubauen – denn alleine wird der Staat diese Aufgabe nicht stemmen können.



**Oliver Hanke**  
*Chief Sustainability Officer, 12Tree*

**Wiebke Merbeth**  
*Leiterin Public Affairs & Nachhaltigkeit, BayernInvest*

# Warum Investments in regenerative Landwirtschaft profitabel und sinnvoll sind

Die Ernährung von 7,5 Milliarden Menschen hängt von einer langfristig produktiven Landwirtschaft ab. Allerdings gelten bereits 35 bis 40 Prozent aller landwirtschaftlichen Flächen weltweit als degradiert. Der verfügbare fruchtbare Boden nimmt stetig ab. Bei ansteigender Weltbevölkerung können wir daher weder auf neue Flächen ausweichen noch die Effizienz beim Anbau mit etablierten Methoden im notwendigen Maße steigern. Wir müssen stattdessen auf weniger Fläche besser produzieren sowie bereits degradierte Flächen wieder nutzbar machen. Wie die Energiewirtschaft steht auch die Landwirtschaft vor einem enormen Wandel.

In den vergangenen Jahrzehnten nahm die industrielle, chemisch stark unterstützte Landwirtschaft immer weiter zu. Das heißt, dass mit Hilfe von Pestiziden im ersten Schritt jegliche im Boden vorhandene Biodiversität abgetötet wird. Dies nimmt dem Boden seine Regenerationsfähigkeit. Im zweiten Schritt müssen dann die fehlenden Nährstoffe durch chemische Kunstdünger wieder zugeführt werden. Dies erfolgte auf riesigen Flächen und führte zu den heute überall verbreiteten Monokulturen. Es hat aber einen großen Nachteil, wie uns die Wissenschaft nun immer klarer aufzeigt: Die Böden laugen aus und werden schwächer – sie müssen für die gleichen Ernteergebnisse mit immer mehr chemischen Mitteln belebt werden. Der Kohlenstoffgehalt im Boden sinkt durch mechanische Bearbeitung. Wichtige Bakterien und Mykorrhizae (Pilzgeflechte), die den Pflanzen bei der Nährstoffaufnahme helfen, sind nicht mehr vorhanden. Die Landwirte werden durch die Notwendigkeit von teurer Chemie, ohne die sie nicht mehr arbeiten können, in eine finanzielle Abhängigkeit gebracht. Damit geraten sie in eine Negativspirale, die langfristig zu immer schlechteren Böden führt und immer höhere Kosten verursacht.

Gleichzeitig ist die Landwirtschaft zusammen mit der Nahrungsmittelindustrie für circa 25 Prozent der vom Menschen emittierten weltweiten Klimagase verantwortlich. Wir brauchen dringend bessere Lösungen: erstens Anbaumethoden, die weniger CO<sub>2</sub> ausstoßen und zweitens Ansätze, um CO<sub>2</sub> als Kohlenstoff im Boden zu binden, um damit die Böden zu verbessern sowie drittens eine intelligente Intensivierung, um auf weniger Fläche mehr zu erzeugen.

## Was bietet regenerative Landwirtschaft?

Alle großen Nahrungsmittelkonzerne wenden sich bereits regenerativen Anbaupraktiken zu. Diese bieten den großen Vorteil, dass die Böden genau durch das Gas verbessert werden, das uns in der Atmosphäre schadet: Kohlenstoffdioxid (CO<sub>2</sub>). Der organische Kohlenstoffgehalt im Boden ist ein wesentlicher Indikator für Bodenqualität, Fruchtbarkeit, Porosität und Wasserrückhaltefähigkeit. Folglich hängt ein gesunder und damit landwirtschaftlich attraktiver Boden maßgeblich mit seinem Kohlenstoffgehalt zusammen. Kohlenstoffreiche Böden erbringen höhere Erträge und sind resilienter gegenüber Dürren sowie anderen Wetterextremen. Doch wie erreicht man die langfristige Anreicherung von Kohlenstoff in landwirtschaftlichen Böden? Hier setzt regenerative Landwirtschaft an.

Durch regenerative Anbaupraktiken wird der Atmosphäre CO<sub>2</sub> entzogen, welches längerfristig im Boden gebunden und somit gespeichert wird. Dies basiert auf einer schonenden Bewirtschaftung mit natürlichen Mitteln wie permanentem Bewuchs, dem Verzicht auf tiefes Pflügen, intelligenten Fruchtfolgen und der Anreicherung organischer Materie als Alternative zu synthetischem Dünger. Es gibt bereits zahlreiche Beispiele in allen

Klimazonen, die mit Studien belegen, dass man mit der höheren Komplexität regenerativer Systeme profitabler arbeiten kann, da die Kosten für Chemikalien und synthetischen Dünger deutlich gesenkt werden oder im Idealfall ganz wegfallen.

## Was bedeutet das für Investoren?

Dunkelgrüne Investments: Es handelt sich hierbei um nachhaltig erzeugte Nahrungsmittel, die im Vergleich zu herkömmlichen Produkten unmittelbar klimapositiv sind. Durch ihre regenerative Erzeugung tragen sie jedoch nicht nur zu einer Kohlenstoffspeicherung bei, sondern führen auch zu einer höheren Artenvielfalt im Boden sowie einer Erhöhung der oberirdischen Biodiversität. In sich tragen diese Investments, ähnlich wie die Energiewende in ihrem Bereich, zu einer Nahrungsmittelwende bei, hin zu einer langfristig besseren Wirtschaft, die keine ausgelaugte Erde hinterlässt.

- ▶ Keine direkte Korrelation mit Aktien- und Rentenmärkten
- ▶ Entkoppelung durch Real Assets, oft mit Grund und Boden
- ▶ Produktion von nachhaltigen Lebensmitteln
- ▶ Inflationsschutz

Durch die positiven Klimaauswirkungen können diese Projekte von steigenden CO<sub>2</sub>-Zertifikate-Preisen profitieren. Bereits jetzt gehen Lebensmittelkonzerne dazu über, für die Emissionen in der eigenen Wertschöpfungskette (bis Scope 3<sup>1</sup>) Verantwortung zu übernehmen und sie entweder – wo möglich – zu reduzieren oder zu kompensieren, wo es nicht möglich ist. Dies führt dazu, dass Projekte wie diese einen höheren Preis für ihre Produkte als herkömmliche erzielen können und damit die Profitabilität weiter steigern.

## Chancen

- ▶ Der Fokus auf regenerative und biologische Anbaumethoden in Agroforstmodellen mit bewiesener erhöhter Klimaresilienz lässt auf stabile Ernten und (insbesondere relativ zur konventionell bewirtschafteten Umgebung) steigende Landwerte hoffen.
- ▶ Zusätzliche Erträge aus dem Verkauf von CO<sub>2</sub>-Zertifikaten (Offsetting) oder Preisprämien aus dem Verkauf von klimaneutralen Produkten

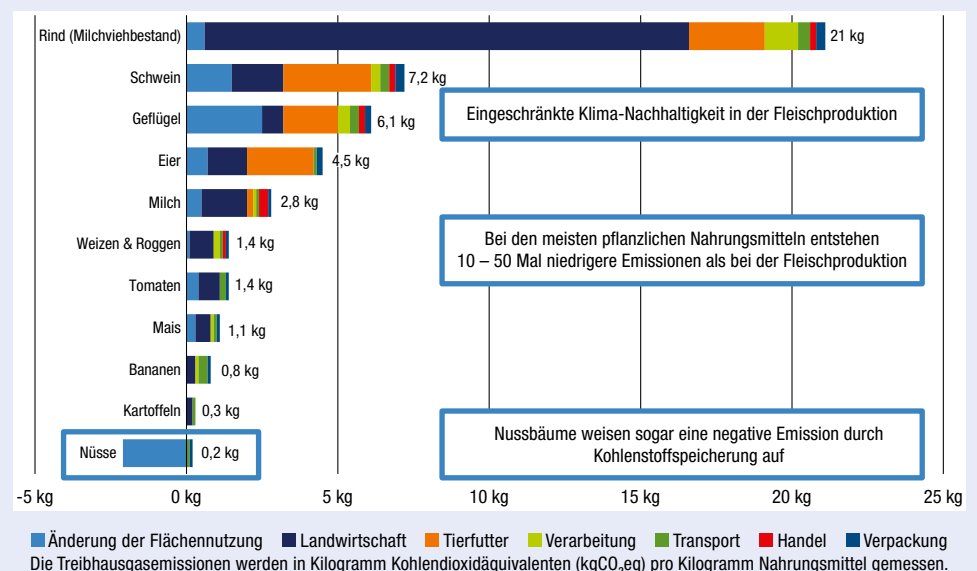
(Insetting) sind eine Kernkompetenz des Anlageberaters und eine Möglichkeit, einen Rendite-Booster aus der klimafreundlichen Landwirtschaft zu erwirtschaften.

- ▶ Diversifizierung der Produktion, anstelle von Monokulturen, erhöht nicht nur die Biodiversität, sondern ermöglicht auch ein verbessertes Risiko-Rendite-Profil sowie frühere Erträge aus temporären Feldfrüchten, die das Renditeprofil verbessern, während mehrjährige Pflanzen wachsen.

## Risiken

- ▶ Das Marktrisiko, also die Marktpreise der im Portfolio produzierten Waren, ist typischerweise ein größeres Risiko bei (Agrar-)Rohstoffen. Mitigierend kommt hier die Nachhaltigkeits-/Premiumstrategie mit langfristigen Abnahmepartnerschaften zum Tragen, um die Preise vom Weltmarkt zu entkoppeln.
- ▶ Das Produktionsrisiko, also die Möglichkeit von Ernteausfällen durch Krankheitsbefall oder Naturgewalten, ist zu berücksichtigen, aber wird durch den starken technischen Ansatz, die Erfahrung des Anlageberaters und insbesondere die klimaintelligenten Anbaumodelle relativiert.
- ▶ Länder- und Währungsrisiken sind sehr beschränkt. Der Fonds konzentriert sich auf den Euro-Mittelmeerraum, sowie auf Marokko. Marokko hat ein BA1/BB+ Rating und gilt als verlässlicher und stabiler Handelspartner der EU. Der Marokkanische Dirham (MAD) ist an einen EUR/USD Währungskorb gebunden und entsprechend stabil.

## Treibhausgasemissionen in der Nahrungsmittelproduktion entlang der Lieferkette



1) Treibhausgasemissionen werden vom meist benutzten internationalen Berechnungstool, dem Greenhouse Gas (GHG)-Protocol, in drei Kategorien oder „Scopes“ unterteilt. Scope 1 deckt direkte Emissionen aus eigenen oder kontrollierten Quellen ab. Scope 2 deckt indirekte Emissionen aus der Erzeugung von gekauftem Strom, Dampf, Wärme und Kühlung ab, die das betreffende Unternehmen verbraucht. Scope 3 umfasst alle anderen indirekten Emissionen, die in der Wertschöpfungskette eines Unternehmens entstehen.

Dieser Artikel wurde auf Grundlage von nach Ansicht der BayernInvest Kapitalverwaltungsgesellschaft (BI) als zuverlässig und genau geltenden Quellen erstellt, ohne dass die BI eine Gewähr für Vollständigkeit und Richtigkeit dieser Quellen übernimmt. Er soll lediglich als allgemeine Information dienen und gibt das Meinungsbild der BI wieder.



**Richard Focken**, Gründer und CEO der 12Tree GmbH,  
im Interview mit  
**Steffen Hahn**, Leiter Institutionelle Kunden, BayernInvest

## Mit Agrarinvestments die Biodiversität beackern

**Steffen Hahn: Wir freuen uns sehr, gemeinsam mit 12Tree die regenerative Landwirtschaft für institutionelle Investoren zu öffnen. Biodiversität ist ein Schlüsselthema des European Green Deals. Sind Agrarinvestments eine der wenigen Möglichkeiten, in Biodiversität zu investieren?**

Richard Focken: Absolut. Der Verlust von Biodiversität durch die Landwirtschaft ist nach dem Klimawandel eines der großen Probleme, insbesondere in der industriellen Nahrungsmittelproduktion. Dabei kann man heute fast jedes beliebige landwirtschaftliche System auch als Multi-Spezies-System pflanzen, so dass von vornherein die Biodiversität gesteigert werden kann. Eine weitere Maßnahme ist die Umsäumung der Felder durch verschiedene Baumarten, die nicht nur vielen Tieren und Pflanzen einen Raum geben, sondern auch vor Sturm und Wind schützen.

**Wie wird Biodiversität gemessen?**

Über mehrere Jahre werden Flora und Fauna katalogisiert und die Entwicklung der Artenvielfalt wird dokumentiert. Genau diese Expertise bringen wir durch unsere Teams vor Ort ein. Der Mittelmeerraum ist einer von nur 36 offiziellen Biodiversitäts-Hotspots weltweit, mit einer außergewöhnlichen Pflanzenvielfalt von bis zu 25.000 Arten. Doch viele sind durch Landwirtschaft und Klimawandel bereits vom Aussterben bedroht.

**Was ist mit sozialer Nachhaltigkeit? An wen werden die Produkte verkauft, die zum Beispiel in Marokko angebaut werden?**

Wir analysieren zunächst stets durch eine sogenannte Social-Impact-Baseline-Studie die Grundbedürfnisse der Menschen. Danach wird ein Projektplan erarbeitet, der langfristig auf eine Verbesserung der Lebensumstände hinwirkt. Soziale Nachhaltigkeit stellt sicher, dass die lokale Bevölkerung, zumindest aber die Arbeiterschaft, langfristig von dem jeweiligen Projekt profitiert, geschützt und gefördert wird, oft über Generationen hinweg. Konkret werden die Erzeugnisse in Marokko in erster Linie für den marokkanischen Markt produziert.

**Der Klimawandel nimmt zu. Langfristig erhöht sich damit das Risiko von Farmland-Investments.**

Dies ist auf den ersten Blick richtig und gilt besonders für die konventionelle Landwirtschaft. Denn Böden, die arm an organischer Materie, konkret Kohlenstoff sind, speichern weniger Wasser und sind anfälliger für den Klimawandel.

**Wie können wir die Landwirtschaft langfristig widerstandsfähiger gegen den Klimawandel machen?**

Indem man zunächst analysiert, wie sich das Klima in einer gewählten Projektgeographie über die nächsten zehn bis 50 Jahre entwickelt. Hierfür stehen uns

alle wesentlichen Daten zur Verfügung. Dann werden ein Bepflanzungssystem und gegebenenfalls auch ein permanentes Bewässerungssystem ausgesucht, um die anstehenden Veränderungen zu umgehen. Weiter sollte ein biodiverses System gewählt werden, das möglichst viel organische Materie in den Boden einbringt und möglichst ohne Kunstdünger und Pestizide auskommt. Dies bedeutet am Anfang mehr Komplexität, aber langfristig führt es zu Absicherung und dauerhaften Erträgen aus stetig besser werdenden Böden.

**Welche Renditen sind möglich?**

Die Renditen setzen sich aus vier wichtigen Teilbereichen zusammen: Einerseits durch bessere landwirtschaftliche Praktiken. Andererseits durch das Verhandeln von langfristigen Abnahmeverträgen, die möglichst auch Prämien für die stark nachhaltige Produktion enthalten. Hierfür ist die dritte Stufe hilfreich: das Bündeln gleicher oder ähnlicher Projekte zu einem Cluster, um in der Lage zu sein, sich über größere Mengen eine stärkere Marktposition aufzubauen. Solche langfristigen Verträge machen nachhaltige Landwirtschaft mit Erneuerbaren Energien vergleichbar, bei denen die langfristigen Einspeiseverträge eine ähnliche Rolle spielen.

Die vierte Komponente ist die Weiterverarbeitung der Erzeugnisse in der zweiten Stufe jeder Wertschöpfungskette. Durch das Internalisieren der Marge der Weiterverarbeitung (wie das Pressen von Oliven zu Öl) werden landwirtschaftliche Projekte weiter abgesichert, zumal dabei auch oft die Produkte von anderen Herstellern mitverarbeitet werden, was zu weiteren Einnahmen führt.

Dieser Artikel wurde auf Grundlage von nach Ansicht der BayernInvest Kapitalverwaltungsgesellschaft (BI) als zuverlässig und genau geltenden Quellen erstellt, ohne dass die BI eine Gewähr für Vollständigkeit und Richtigkeit dieser Quellen übernimmt. Er soll lediglich als allgemeine Information dienen und gibt das Meinungsbild der BI wieder.



CAMBRIDGE  
ASSOCIATES



# Dedicated to helping clients align investment portfolios with their ESG values

A partner to endowments,  
foundations, private clients,  
and pensions since 1973

## A GLOBAL INVESTMENT FIRM

London | Munich | Boston | Arlington | Dallas | Menlo Park | New York |  
San Francisco | Beijing | Singapore | Sydney  
[contactca@cambridgeassociates.com](mailto:contactca@cambridgeassociates.com)

[cambridgeassociates.com/impact-investing](https://cambridgeassociates.com/impact-investing)



**Katharina Damm**

*Portfoliomanagerin bei HanseMerkur Trust AG*

# Private Debt zwischen Inflation und Wachstumsschwäche

In den vergangenen Jahren konnte Private Debt ein starkes Wachstum verzeichnen. Die Assets under Management im europäischen Private-Debt-Markt haben sich verfünffacht und der Gesamtwert der Transaktionen konnte in den Jahren 2019 und 2020 Rekordwerte verzeichnen. Die bisherigen Treiber dieser Entwicklung sind zum einen die anhaltend niedrigen Zinsniveaus. Diese führen dazu, dass europäische Anleger auf der Suche nach Rendite in alternative Anlageklassen strömen. Zum anderen haben sich Banken durch die zunehmende Regulierung und gestiegenen Kapitalanforderungen aus Teilen des Kreditmarktes zurückgezogen und damit interessante Investmentopportunitäten für den privaten Kreditmarkt hinterlassen. Auch in den kommenden Jahren dürfte die starke Nachfrage der institutionellen Anleger nach Private Debt somit anhalten.

## Marktumfeld und gesamtwirtschaftliche Situation

Das wirtschaftliche Umfeld in Europa ist derzeit von Unsicherheiten geprägt. Auch zwei Jahre nach dem Ausbruch der Pandemie ist diese immer noch nicht überwunden. Die bereits durch anhaltende Liefer- und Versorgungsengpässe sowie stark gestiegene Rohstoffpreise existierenden Probleme haben sich durch den Ukraine-Krieg zusätzlich verstärkt. Die gestiegenen Inflationszahlen in Europa verdeutlichen diese Entwicklung. Die zunehmenden Unsicherheiten auf makroökonomischer, politischer und gesellschaftlicher Ebene verstärken die Sorgen über eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums.

## Allwetter-Strategie Private Debt

In diesem Spannungsfeld ist eine nähere Betrachtung von Private Debt in den unterschiedlichen Marktphasen sinnvoll.

Als Basis der Analyse soll das Allwetter-Konzept von Ray Dalio dienen, welches auch im Markt für alternative Investmentstrategien immer mehr Anklang findet. Inflation und Wachstum sind in diesem Konzept die wesentlichen Treiber. Dabei werden abhängig von der Entwicklung vier wirtschaftliche Umfeldler unterschieden.

## Vier relevante Umfeldler

Wie sich bereits vermuten lässt, kann Private Debt insbesondere bei positivem Wirtschaftswachstum profitieren. Die Profitabilität der Unternehmen und die Bewertungen der Vermögenswerte steigen in dieser Phase, gleichzeitig sinken die Default Rates. Während das Risiko in diesem Umfeld sinkt, steigt, getrieben durch einen steigenden Investitionsbedarf der Unternehmen und erhöhte M&A-Aktivitäten im Gesamtmarkt, der Bedarf nach Finanzierungen.

Auch in einem Umfeld steigender Inflation zeigen sich Investitionen in Private Debt als vorteilhaft. Während liquide, börsengehandelte Anleihen durch einen möglichen Anstieg der Zinsen direkt betroffen sind, zeigen Direct Lending Loans eine deutlich geringere Sensitivität der Renditen. Private Debt profitiert durch seine Floating-Rate-Struktur, welche als natürlicher Zins-Hedge agiert und Schutz vor Durationsrisiken bietet. Auf Unternehmensebene führen die gestiegenen Zinssätze jedoch dazu, dass Unternehmen höhere Finanzierungskosten tragen müssen, während die erhöhte Inflation die Gewinne belastet. Dieses Risiko kann durch eine gezielte Selektion von Finanzierungen in defensiven Sektoren mit cash-flow-starken Unternehmensmodellen vermieden werden. Auch wenn die Attraktivität liquider Asset-Klassen in diesem Umfeld



steigt, lässt die Entwicklung im Fundraising jedoch darauf schließen, dass die Nachfrage weiter auf hohem Niveau bleibt. Künftig könnte neben einer höheren Rendite auch der Schutz des Portfolios vor Zinsrisiken ein weiterer Grund für eine Investition in Private Debt sein. Die zunehmenden Unsicherheiten am Markt führen außerdem dazu, dass Investoren Asset-Klassen mit einer geringeren Volatilität bevorzugen und nicht zuletzt durch eine weitere Diversifikation das Gesamtrisiko in ihrer Kapitalanlage minimieren wollen.

Die Asset-Klasse bietet auch in einem Umfeld von niedriger Inflation und sinkenden Zinsniveaus eine (Teil-)Absicherung durch die Implementierung von Zins-Floors. Zinsuntergrenzen schaffen eine Wertabsicherung für Investoren und sichern die regelmäßigen Ausschüttungen der Fonds. Jedoch bleibt auch hier der Schlüssel eine strenge Auswahl der Kreditgeber.

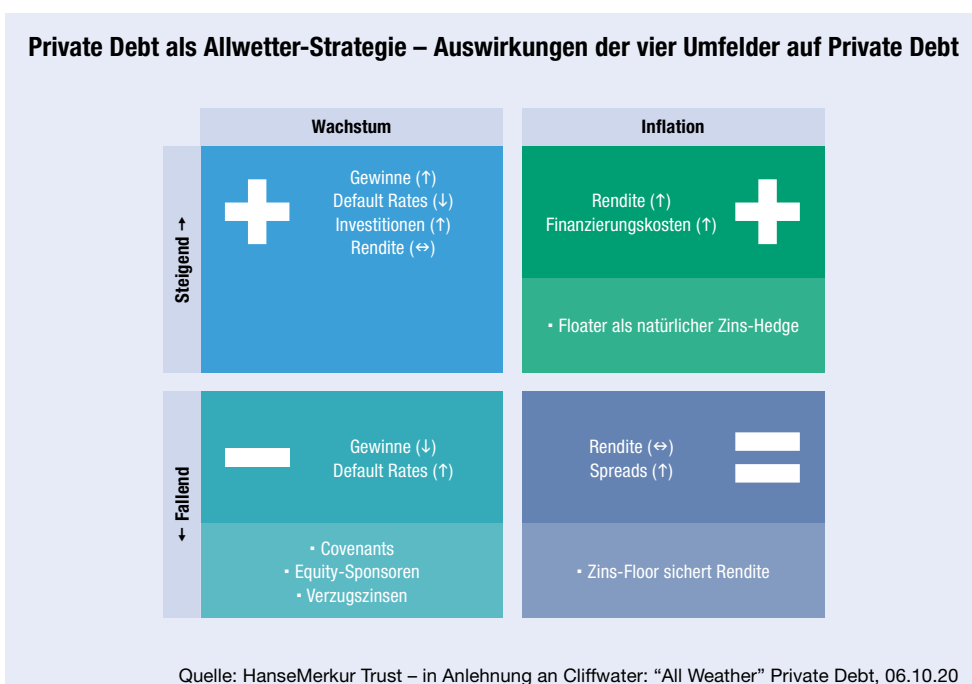
Kommt es zu einem negativen Wirtschaftswachstum, könnte auch Private Debt unter Druck geraten. In diesem Umfeld sind die Unternehmen mit allgemeiner wirtschaftlicher Schwäche konfrontiert, die zu sinkenden Gewinnen und einem Anstieg der Default Rates führen könnte. Vor allem in diesen Stressszenarien kann Private Debt jedoch seine Stärken zeigen. Im Gegensatz zu liquiden Anleihen kann ein Investment in Private Debt durch verschiedene Mechanismen einen Schutz für das Kapital bieten. Eine Absicherung bieten Financial Covenants, die die Kreditnehmer bei Unterschreitung dazu zwingen, in den direkten Dialog mit den Kreditgebern zu gehen.

Überhaupt ist die Zusammenarbeit zwischen Kreditnehmer und -geber durch einen wesentlich engeren Austausch ge-

kennzeichnet. Häufig treten die Private Debt Manager als sogenannte Sole Lender oder aber im Rahmen von Club Deals mit nur sehr wenigen weiteren Investoren bei der Finanzierung auf. Auf diese Weise kann bei einem Bedarf zur Ausweitung der Zahlungsziele neben zusätzlichen Gebühren auch ein direkter Austausch mit den Kreditnehmern erfolgen. Sponsor-backed Investitionen bieten außerdem den Vorteil, dass zusätzliches Cash durch die Private-Equity-Sponsoren zur Verfügung gestellt werden kann.

### Managerauswahl ist Schlüssel zur Risikominimierung

Auch wenn Private Debt in allen vier Umfeldern durch seine Ausgestaltung gegenüber liquiden Asset-Klassen profitieren kann, wird die Managerselektion mit steigendem Risiko und zunehmender Unsicherheit für institutionelle Investoren noch wichtiger. Dabei kommt es noch mehr darauf an, in der Selektion auf eine hohe Qualität der Manager und einen konservativen Investmentansatz zu achten. Diese Überlegungen waren auch für die HanseMercur Versicherungsgruppe als institutioneller Investor entscheidend. Daher setzt der von uns aufgelegte Dachfonds HanseMercur Private Debt S.C.Sp. (Senior) auf eine doppelte Risikouberwachung und verfolgt einen konservativen Ansatz mit strengen Covenants. Der Dachfonds zielt auf cashflow-starke europäische Klein- und Mittelstandsunternehmen ab und bevorzugt defensive, nicht-zyklische Sektoren wie die Gesundheits- und Softwarebranche. Getreu unserem Motto „Investieren wie und mit HanseMercur“ öffnen wir unsere eigenen Lösungen auch für institutionelle (Dritt-)Investoren und laden sie ein, mit uns gemeinsam zu investieren.





Interview mit **Jens Schneider**

Leiter Kapitalanlagen bei der HanseMercur Trust AG und  
Geschäftsführer HanseMercur Alternatives General Partner S.à.r.l.

## Private Debt bietet nicht nur Illiquiditätsprämien

### **Warum sollte ein Investor, der bereits mit hohen Quoten in High Yields investiert ist, auch noch in Private Debt investieren?**

Beide Asset-Klassen weisen ähnliche Risikoprofile auf. Die Rating-Struktur der Unternehmensfinanzierungen ist im Bereich B bis BB angesiedelt. Besser noch als einen Aufbau hoher High-Yield-Quoten, sehen wir jedoch eine Substitution durch Private Debt. Während das Risikoprofil sehr ähnlich ist, bietet Private Debt gegenüber seinem liquiden Pendant eine attraktive Illiquiditätsprämie und weist damit ein besseres Risk-Return-Profil auf. Zudem finden die Transaktionen off-market statt und werden nicht börsentäglich gehandelt. Entsprechend ist die Volatilität dieser Asset-Klasse deutlich geringer und somit die Planbarkeit der Erträge höher. Zudem konnten in der Vergangenheit geringere Ausfallraten in Private Debt gegenüber börsengehandelten High Yields beobachtet werden, was wahrscheinlich auf die besseren Schutzmechanismen, wie Financial Covenants, zurückzuführen ist.

### **Ist es ein Problem, dass Banken gern die Senior-Tranchen behalten und nur Nachträge an den Markt geben?**

Im Bereich Private Debt kann diese Problematik bisher nicht beobachtet werden, da sich Banken hier aus dem Segment der Kreditvergabe an kleine und mittlere Unternehmen fast gänzlich zurückgezogen haben. Dadurch entstand

jedoch eine entsprechende Finanzierungslücke, die wiederum durch den privaten Finanzierungssektor aufgefangen wird. Entsprechend können nun die Private-Debt-Manager Investoren je nach Risikoappetit die entsprechenden Senior- oder Nachrang-Tranchen anbieten.

**Es waren geringere Ausfallraten in Private Debt gegenüber börsengehandelten High Yields zu beobachten, was wohl an den besseren Schutzmechanismen liegt.**

### **Wie reagiert Private Debt auf steigende Zinsen?**

Im Gegensatz zu liquiden, börsengehandelten Anleihen ist die Zinssensitivität bei Private Debt deutlich geringer. Die Kredite sind üblicherweise variabel verzinst und an einen Referenzzins wie den Euribor gekoppelt. In einem Umfeld von steigenden Zinsen steigen dadurch auch die Kuponzahlungen der Kredite. Die Floating-Rate-Struktur dient somit als natürlicher Zins-Hedge und schützt vor Marktwertverlusten. Zudem wird von

den Private-Debt-Managern fast immer auch ein Zins-Floor vereinbart, so dass man gegen einen entsprechend negativen Referenzzinssatz ebenfalls abgesichert ist.

### **Wie performte Private Debt in den Corona-Jahren 2020/21?**

Insgesamt kam Private Debt sehr gut durch die Corona-Jahre 2020/21. Dafür spricht auch die weiter zunehmende Allokation bei institutionellen Investoren und das gestiegene Fundraising in der Asset-Klasse.

Die Private-Debt-Zielfondsmanager unseres Dachfonds versuchen ihrerseits überwiegend Kredite an Unternehmen aus defensiven Branchen, wie zum Beispiel Gesundheitswesen, Business Services oder ähnliche Sektoren zu vergeben, da die entsprechenden Kreditnehmer durch ihre Branchenzugehörigkeit eher unterdurchschnittlich vom dem Einbruch der Wirtschaft betroffen sind. Neben Aspekten der Investmentstrategie sind natürlich die Erfahrung der Manager über den gesamten Kreditzyklus hinweg und die Zusammensetzung der Teams in solchen Phasen entscheidend.

Dadurch konnten wir bei unseren Investments auch in der Krisenzeit keine erhöhten Default Rates beobachten. So zeigt sich besonders in Schwächephasen, wie wichtig eine strenge Managerselektion und ein gutes Risikomanagement für eine erfolgreiche Investition in Private Debt ist.



# Regenerative Landwirtschaft

Renditestarkes Investieren in Klimaschutz und Biodiversität



in Kooperation mit





Interview mit **Mark McDonald**

Global Head of Investments – Private Equity: London, DWS Group

## Nach wie vor ein attraktiver Weg in Private Equity: Secondaries

### **Wie kann Private Equity das Produktangebot eines Vermögensverwalters ergänzen?**

Die DWS hat einen guten Ruf bei Aktien und einer Reihe anderer Anlageklassen, wie zum Beispiel festverzinslichen Wertpapieren und ETFs, und bietet Privat- und Firmenkunden sowie institutionellen Kunden eine umfassende Palette von Lösungen. Die DWS hat aber auch einen starken Fokus auf alternative Anlagen und ist einer der führenden Anbieter in den Bereichen Immobilien und Infrastruktur. Um diesen alternativen Schwerpunkt zu verstärken, werden auch Private-Debt- und Private-Equity-Produkte aufgelegt, die auf höhere Renditen abzielen. Als globaler Vermögensverwalter ist die DWS bestrebt, ihr Alternatives-Geschäft weiter auszubauen, bieten doch Bereiche wie Private Debt und Private Equity einer Reihe von Kunden eine noch größere Auswahl und Diversifizierung, insbesondere im Niedrigzinsumfeld.

### **Was treibt das Wachstum des Private-Equity-Marktes an?**

Private Equity hat in den vergangenen Jahren ein rasantes Wachstum erfahren, da die Anleger ihre Portfolios weiter diversifizieren wollen, und auch

angesichts der allgemein hohen Renditen von Private Equity, die in vielen Fällen die Aktienmärkte in den letzten zehn Jahren übertroffen haben. Eine aktuelle Analyse von McKinsey prognostiziert, dass die „private-market“-

**Private Equity ist ausgereift, aber nach wie vor sehr innovativ.**

Fonds in den nächsten fünf Jahren von vier auf neun Billionen Dollar anwachsen. Das Wachstum wird durch drei Haupttrends untermauert: (1) die wahrgenommene „Illiquiditätsprämie“, die in der Vergangenheit in einem Niedrigzinsumfeld attraktive, oft zweistellige Renditen für langfristige Anleger erbracht hat; (2) das Private-Equity-Modell, das sich auf langfristige Investitionen konzentriert (PE-Fonds kaufen und halten ein Unternehmen in der Regel vier bis sieben Jahre lang) und können daher Entscheidungen in einem viel strategischeren Zeitrahmen treffen;

und (3) das Niedrigzinsumfeld, das die Anleger zur „Renditejagd“ getrieben hat.

### **Wird Private Equity auch in Zukunft ein attraktiver Markt bleiben?**

Private Equity ist inzwischen eine ausgereifte Anlageklasse, aber sie ist nach wie vor sehr innovativ, mit Tausenden von PE-Firmen, die sich auf verschiedene Möglichkeiten bei kleinen, mittelgroßen und großen Privatunternehmen in Amerika, EMEA und in Asien konzentrieren. Einige PE-Manager konzentrieren sich auf bestimmte Sektoren wie Gesundheit oder Technologie, während andere sich zu Multi-Strategie-Managern für alternative Anlagen entwickelt haben, die mehrere Produkte gleichzeitig anbieten. Während das Wachstum von Private Equity anhält, bleibt die Auswahl des richtigen Managers sowohl eine Kunst als auch eine Wissenschaft, und die Streuung der Renditen zwischen den besten und den schlechtesten Managern kann Tausende von Basispunkten ausmachen. Da die Anleger ihre Anteile an den privaten Märkten weiter erhöhen, scheint es, dass das Marktwachstum in Verbindung mit dem langfristigen Investitionsmodell und den starken historischen Renditen noch viele Jahre anhalten wird.

## **Was sind Private Equity Secondaries und inwiefern sind diese potenziell attraktiv für Anleger?**

Der wachsende Umfang und die Geschichte des Private-Equity-Primärmarktes haben in den vergangenen 20 Jahren auch zur Entstehung eines Private-Equity-Sekundärmarktes geführt. Dieser Markt entstand in den 1990er Jahren, als Secondaries-PE-Firmen illiquide Beteiligungen an PE-Fonds von PE-Fonds-Investoren (Limited Partners) kauften. Der Markt ist von weniger als einer Milliarde Dollar im Jahr 2000 auf heute weit über 100 Milliarden Dollar angewachsen. Dies ist nach wie vor ein attraktiver Weg, um ein sofortiges Engagement in einer breiten Palette von PE-Fonds über Marktzyklen und Unternehmen hinweg zu erlangen, wobei eine kürzere Haltedauer im Vergleich zu einem traditionellen zehnjährigen PE-Fonds eine äußerst attraktive Cashflow-Dynamik bietet.

Der Markt hat sich auch rasch in Richtung von General Partnern des Fonds, oder kurz GP-geführten Deals entwickelt (bei denen ein PE-Fonds am Ende der zehnjährigen Fondslaufzeit einen Vermögenswert an einen anderen PE-Fonds unter demselben PE-Manager „verkaufen“ kann, um den bestehenden Anlegern Liquidität zu verschaffen, dann aber mehr Zeit und mehr Kapital zur Verfügung zu haben, um den Wert für neue Anleger zu maximieren) und andere Strategien wie bevorzugtes Eigenkapital und Co-Investitionen in der Mitte der Laufzeit.

## **Sind GP-geführte Geschäfte in erster Linie im Interesse des GP?**

Der GP-geführte Markt hat sich in den vergangenen zehn Jahren als eine Möglichkeit für PE-Fonds herauskristallisiert, gute Vermögenswerte zu halten, die ihre Wertschöpfungsstrategie nicht erfüllt haben, und auch von zusätzlichem Kapital zur Finanzierung von M&A-Akquisitionen und anderen Wachstumsinitiativen zu profitieren. Der Anreiz für den General Partner, gute Vermögenswerte zu halten, aber auch Management-

gebühren und Carried Interest (Erfolgsgebühren) zu erwirtschaften, ist nachvollziehbar. Wenn der Prozess jedoch transparent und rational abläuft, profitieren auch die Limited Partners (LP) davon, da er ein Liquiditätsereignis darstellt, das die Auflösung eines Altfonds ermöglichen kann, und gleichzeitig die Option bietet, in die nächste Phase der Equity Story eines bekannten Unternehmens zu reinvestieren. Darüber hinaus kann ein Unternehmen weiterhin mit

**Wenn der Prozess transparent und rational abläuft, profitieren auch die LPs von GP-geführten Secondaries, da es zu einem Liquiditätsereignis kommt.**

einem langjährigen PE-Fonds-Eigentümer zusammenarbeiten und den Markt und die Wertschöpfung über mehrere Jahre hinweg beobachten.

## **Worauf sollten Anleger bei Investitionen in Secondaries-Fonds achten?**

Wie der breitere PE-Markt haben sich auch die PE-Secondaries-Fonds weiterentwickelt und sind in vielen Fällen spezialisierter geworden, was den Anlegern eine große Auswahl auf dem Markt bietet. Traditionelle Secondaries-Fonds, die viele Fondsanteile kaufen, haben oft Tausende von Unternehmen in ihrem Portfolio, die eine starke Cashflow-Dynamik aufweisen und in der Vergangenheit hohe IRR-Renditen, aber ein niedrigeres Multiple of Cost (MOIC) als PE-Buyout-Fonds lieferten. GP-geführte Fonds konzentrieren sich auf eine oder mehrere Asset-Transaktionen und bieten zwar einige der Dynamiken traditioneller

Secondaries-Fonds (mehrere PE-Manager und kürzere Halteperioden), sind aber wesentlich konzentrierter und bieten möglicherweise nicht die regelmäßigen Cashflow-Ausschüttungen traditioneller Fonds. GP-geführte Fonds streben jedoch in der Regel höhere MOICs an (jedoch nicht so hoch wie primäre Buyout-Fonds, die in der Regel eine 2-3-fache Rendite anstreben). Die Verwaltungsgebühren sind im Allgemeinen um 0,5 bis ein Prozent niedriger als bei Buyout-Fonds (die in der Regel eine jährliche Gebühr von zwei Prozent erheben). Viele Secondaries-Manager verfolgen einen hybriden Ansatz, indem sie LP-Beteiligungen an Fonds kaufen und auch in GP-geführte Transaktionen investieren. Anleger sollten jedoch darauf achten, dass solche Manager über die erforderlichen Fähigkeiten verfügen, um direktere GP-geführte Transaktionen (die eine detailliertere Due-Diligence-Prüfung erfordern) im Gegensatz zu dem eher index- und cashflow-orientierten Ansatz traditioneller Manager zu zeichnen.

## **Wie wird sich der Secondaries-Markt weiterentwickeln?**

Der Secondaries-Markt ist weiterhin innovativ und entwickelt sich mit neuen Marktteilnehmern weiter, die den Anlegern noch mehr Auswahl bieten. Neue Wachstumsbereiche auf dem Secondaries-Markt sind „Mid Life“-Transaktionen (bei denen ein Secondaries-Investor eine M&A-Transaktion für ein bestimmtes Portfoliounternehmen finanzieren kann), „Preferred Equity“ (bei dem ein Fonds einem bestehenden PE-Fondsportfolio Kapital zur Verfügung stellen kann, wobei er Sicherheiten an bestimmten Vermögenswerten und Vorrang im Ausschüttungswasserfall erhält), während das Secondaries-Modell auch auf Bereiche wie Immobilien, Infrastruktur und private Kredite angewendet wird. Branchenexperten gehen davon aus, dass der Markt in den nächsten vier bis fünf Jahren von 100 auf 500 Milliarden Dollar anwächst – bleiben Sie dran!



Interview mit **Alex Koriath**  
Partner & Head of European Pension Practice  
Cambridge Associates

## „Die digitale Infrastruktur ist ein bedeutender Wachstumsbereich“

**Unter den alternativen Anlagen schätzen deutsche Anleger vor allem Infrastruktur und Private Debt. Bei ausländischen Anlegern dominiert renditeträchtigeres Private Equity. Setzen deutsche Investoren auf das falsche Pferd?**

Kurz gesagt: Nein. Im Bereich der Privatmärkte gibt es ein breites Spektrum von Vermögenswerten, die den Anlegern die Wahl lassen, welche Eigenschaften ihren Investitionsanforderungen am besten entsprechen.

An einem Ende des Risiko-Ertrags-Spektrums stehen vorrangige private Schuldtitel, die ein hohes Maß an Sicherheit und ein vorhersehbares Einkommen bieten können, bis hin zu risikoreicheren Anlagen mit höherer Renditeerwartung in neuen und aufstrebenden Bereichen, die häufig unter dem Begriff Risikokapital zusammengefasst werden.

Die erste Abbildung zeigt das Spektrum der Anlagen, die Anlegern Zugang zu Privatmarktinvestitionen verschaffen können. Ein entscheidender Aspekt bei alternativen und privaten Anlagen ist die Auswahl des richtigen Managers, in den investiert werden soll. Die Streuung der Renditen zwischen dem leistungsstärksten und dem leistungsschwächsten Alternatives-Manager ist deutlich ausge-

prägter als bei den öffentlichen Märkten, wie die Abbildung auf der gegenüberliegenden Seite zeigt.

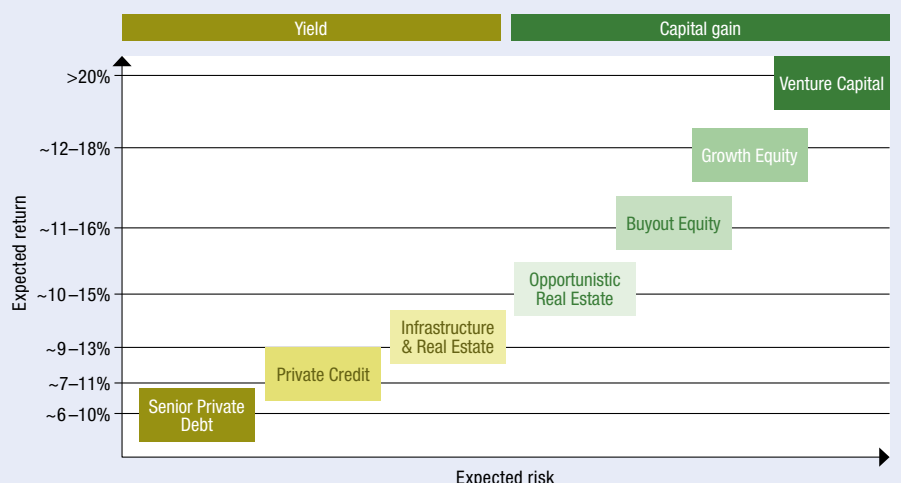
Aus diesem Grund müssen Investoren sicherstellen, dass sie einen spezialisierten Anbieter mit langjähriger Erfahrung im Bereich Private Markets beauftragen, um das richtige Programm zu erstellen und die leistungsstärksten Manager zu finden.

**Sind Infrastruktur und Private Debt ein Ersatz für Bonds? Wenn ja, wie risikoreich ist diese Ansicht?**

Es hängt davon ab, welche Rolle festverzinsliche Wertpapiere im Portfolio eines Anlegers spielen. Wenn die Allokation lediglich dazu dient, das Gesamttrisiko-profil des Portfolios zu verringern, ist es wahrscheinlich keine angemessene Entscheidung, Staatsanleihen durch private Schuldtitel zu ersetzen.

Wenn das festverzinsliche Portfolio jedoch dazu beitragen soll, die Cashflows der Verbindlichkeiten auszugleichen (insbesondere innerhalb von Pensionsfonds), dann sind wir der Meinung, dass Infrastruktur und Private Debt eine

Abbildung 1: Spektrum der privaten Investitionen



Quelle: Cambridge Associates LLC.

glaubwürdige Alternative zu traditionellen festverzinslichen Anlagen darstellen, da sie sowohl einen vertraglichen Cash-flow als auch ein gewisses Maß an erwartetem Wachstum im Vergleich zu Staatsanleihen bieten können.

**Sind Infrastruktur und private Schultitel noch attraktiv? Die Bewertungen sind inzwischen hoch, die Anzahl von Managern nimmt zu und Kapitalabrufe sind zäh.**

Obwohl es in den vergangenen Jahren Rekordzuflüsse in Private Debt und Infrastruktur gab, sind wir der Meinung, dass diese Anlageklassen nach wie vor attraktive Renditeprofile bieten. Im Bereich Private Debt erwarten wir niedrigere Renditen als die Anleger vor mehr als fünf Jahren, aber es gibt immer noch viele Möglichkeiten für Anleger, da die auferlegten Beschränkungen für die Kreditvergabe der Banken den Markt für private Kredite weiter anheizen. Im Bereich Infrastruktur hat sich die

Bandbreite der für Investitionen verfügbaren Vermögenswerte in den letzten Jahren vergrößert. Traditionell dachten die meisten Anleger bei Infrastruktur an Mautstraßen, Krankenhäuser und ähnliche Projekte. Heute umfasst der Bereich Infrastruktur ein viel breiteres Spektrum an investierbaren Vermögenswerten, einschließlich Agrartechnologie und digitaler Infrastruktur.

Die digitale Infrastruktur ist ein bedeutender Wachstumsbereich, der zum Teil durch die größere Nachfrage nach Konnektivität bei der Arbeit von zu Hause aus gefördert wird.

**Die Zielquoten der Investoren sind oft ehrgeizig. Wie können die Quoten schnell, aber dennoch verantwortungsvoll aufgebaut werden? Sind Secondaries und Co-Investments sinnvoll?**

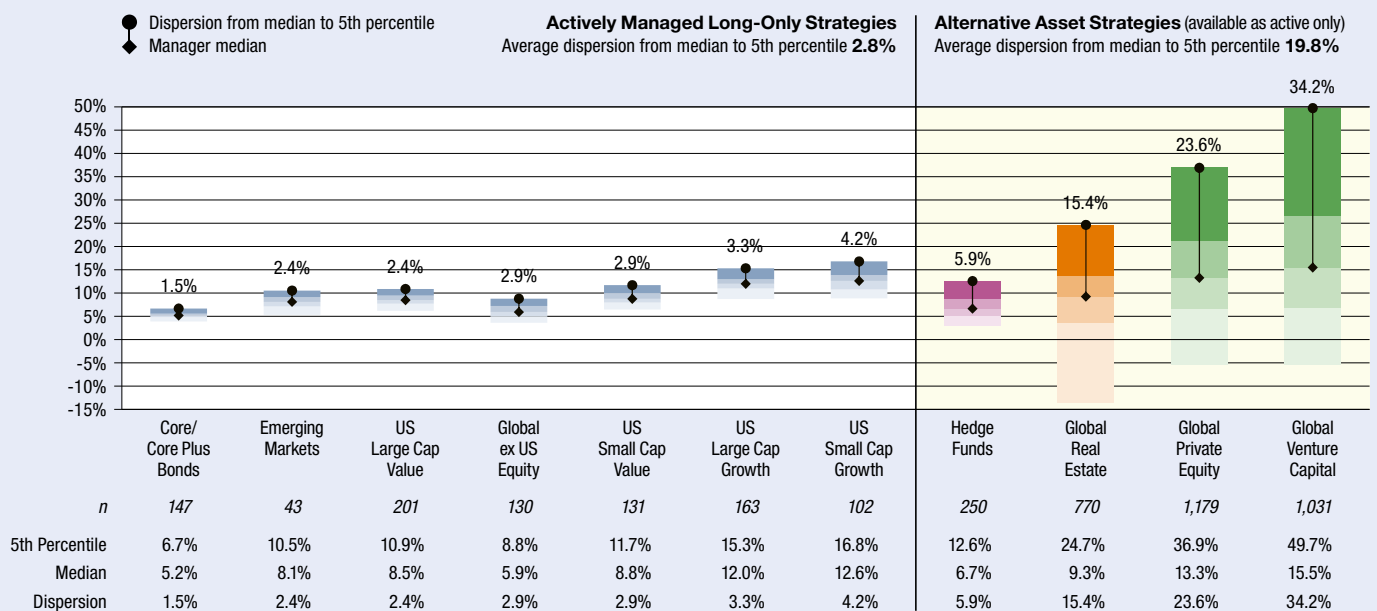
Sowohl Secondaries als auch Co-Investments haben in den vergangenen zehn Jahren bei den Anlegern erheblich an

Akzeptanz gewonnen. Secondaries haben den Vorteil, dass sie den Anlegern helfen, einen Teil des J-Curve-Effekts bei Investitionen in Privatmärkte abzumildern, daher sind sie bei Erstinvestoren in Privatmärkte und insbesondere in Infrastrukturen sehr gefragt.

Co-Investitionen werden immer beliebter, da sie eine Möglichkeit darstellen, die Kosten eines Private-Markets-Programms zu senken, allerdings oft auf Kosten einer Erhöhung des Gesamtrisikos des Portfolios, weshalb ihre Rolle als Teil des Gesamtmandats richtig verstanden werden muss.

Genau wie Primärfonds müssen auch Secondaries und Co-Investments nach ihren individuellen Vorzügen bewertet werden. Angesichts der gestiegenen Nachfrage nach diesen Vermögenswerten wird es immer schwieriger, attraktive Renditeprofile zu finden, und daher sind eine wirksame und solide Due-Diligence-Prüfung und Risikoübernahme erforderlich.

**Abbildung 2: Renditestreuung nach Anlageklasse**



Notes: Returns for bond, equity, and hedge fund managers are average annual compound returns (AACRs) for the fifteen years ended December 31st, 2020, and only managers with performance available for the entire period are included. Returns for private investment managers are horizon internal rates of return (IRR) calculated since inception to December 31st, 2020. Time-weighted returns (AACRs) and money-weighted returns (IRRs) are not directly comparable. Cambridge Associates LLC's (CA) bond, equity, and hedge fund manager universe statistics are derived from CA's proprietary Investment Manager Database. Managers that do not report in US dollars, exclude cash reserves from reported total returns, or have less than \$50 million in product assets are excluded. Performance of bond and public equity managers is generally reported gross of investment management fees. Hedge fund managers generally report performance net of investment management fees and performance fees. CA derives its private benchmarks from the financial information contained in its proprietary database of private investment funds. The pooled returns represent the net end-to-end rates of return calculated on the aggregate of all cash flows and market values as reported to Cambridge Associates by the funds' general partners in their quarterly and annual audited financial reports. These returns are net of management fees, expenses, and performance fees that take the form of a carried interest. Vintage years include 2006–2017. Quelle: Cambridge Associates LLC.



**Alex Koriath**

*Partner & Head of European Pension Practice  
Cambridge Associates*

## Infrastruktur: Investitionen in die digitale Revolution

Die Bedeutung der Digitalisierung nahm während der Pandemie exponentiell zu, da die Menschen verstärkt auf digitale Plattformen, Videostreaming und Cloud-Speicher zurückgreifen. Zudem durchlaufen viele Branchen einen digitalen Wandel, darunter der elektronische Handel und die Zunahme des Metaverse. Angesichts dieser grundlegenden kulturellen Veränderungen steigen die Investitionen in der gesamten Wertschöpfungskette der digitalen Infrastruktur weiter, was durch die Politik in Europa und den USA zusätzlich unterstützt wird.

Aus unserer Sicht sind der starke Rückenwind des Sektors und das daraus resultierende Wachstum nachhaltig. Der Sektor wird auch weitere Chancen für Anleger in digital ausgerichtete Sachwerte bieten, insbesondere für Strategien, die sich auf die Entwicklung digitaler Vermögenswerte konzentrieren. Die folgenden Statistiken zeigen, was bereits geschehen ist und was als Nächstes zu erwarten ist, was für Investitionen spricht:

- ▶ Die Datennutzung hat sich seit 2015 etwa verdoppelt und wird Prognosen zufolge bis 2025 um rund 400 Prozent auf etwa 170 Zettabyte ansteigen.
- ▶ Dieses künftige Wachstum ist branchenübergreifend, nicht nur in der Medien- und Unterhaltungsbranche, mit Wachstumsraten bei der Datennutzung von 36 Prozent im Gesundheitswesen, 30 Prozent im verarbeitenden Gewerbe und 26 Prozent bei Finanzdienstleistungen.
- ▶ Insgesamt repräsentiert die digitale Wirtschaft etwa zehn Prozent des BIP und wächst in allen Märkten.

### Datenströme benötigen mehr Infrastrukturkapazität

Daten benötigen zur Übertragung und Speicherung Infrastruktur. Es gibt verschiedene Mittel, um dieses Wachstum zu erleichtern, wobei sich bei physischen Assets erhebliche Chancen ergeben. Führende Infrastrukturinvestoren haben die Entwicklung und den Erwerb digitaler Infrastrukturplattformen vorangetrieben, um die operativen Möglichkeiten für Investitionen in der gesamten Wertschöpfungskette der digitalen Infrastruktur zu schaffen. Telekommunikations- und große

Tech-Unternehmen bilden in der Regel Partnerschaften mit Infrastrukturinvestoren, um die nötigen Backbones aufzubauen und den Eigentümern digitaler Infrastrukturen einen klaren Endnutzer zu bieten. Diese Dynamik verdeutlicht das defensive Risikoprofil des Sektors und verbessert die risikobereinigten Renditen für Investoren in digitale Infrastruktur:

1. Glasfaser erwies sich als Schlüsseltechnologie, um hohe Bandbreiten und Geschwindigkeiten bei der Datenübertragung über internationale, nationale oder lokale Netze zu unterstützen. Es besteht hoher Investitionsbedarf, da die meisten Märkte, wie UK, USA und Deutschland, noch immer auf ältere Kupfer- oder Kabelnetze setzen, wie die OECD feststellt.
2. Mobilfunktürme sind wegen der Abhängigkeit von Smartphones wesentliche Infrastruktur. Die Aufrüstung auf 5G erhöht ihre Notwendigkeit weiter. Die Knoten auf den Türmen sind mit breiteren Netzen über Glasfaser verbunden, um die für alle Frequenzen, einschließlich 5G, benötigte höhere Bandbreite anzubieten. Sie sind somit Teil eines integrierten Netzes.
3. Daten müssen einen finalen Speicherort haben, und es ist nicht mehr möglich, alle Daten auf immer kleineren Geräten oder lokalisierten Servern zu speichern. Daher ist das Wachstum der Rechenzentren und die Verlagerung in die Cloud ebenso signifikant wie das Wachstum der Datennutzung. Schließlich haben sich entlang der Wertschöpfungskette weitere Möglichkeiten für privates Kapital ergeben, für Möglichkeiten für Kleinzellen-Entwicklungsplattformen und Technologielösungen wie intelligente Städte. Dies unterstützt ein mögliches Nachfrage- und Nutzungswachstum für Core-Infrastruktur wie Glasfaserkabel, Mobilfunktürme und Rechenzentren.

Wir glauben, dass es für Infrastrukturinvestoren, die von der digitalen Transformation profitieren wollen, weiterhin Möglichkeiten gibt, zum Beispiel durch Investitionen und den Ausbau von Glasfaserleitungen, Rechenzentren oder Mobilfunkturn-Plattformen. Insgesamt wird die digitale Infrastruktur mit defensiven Wachstums- und Renditeaussichten zunehmend zu einem wichtigen diversifizierenden Bestandteil von physischen Investmentportfolios.





Alles was wichtig ist für institutionelle Investoren  
Newsletter kostenlos abonnieren unter [portfolio-institutionell.de](https://portfolio-institutionell.de)

**NEWSFLASH**

portfolio  
institutionell



**Patrick Eisele**  
Chefredakteur  
portfolio institutionell

## A wie Alternatives

***Kreditgeschäft oder Eigenanlage? Für Letzteres entscheiden sich immer mehr Sparkassen und Volksbanken. Wie andere Anlegergruppen entscheiden sich Kreditinstitute dabei öfters für Real Assets. Entsprechende Assets umzusetzen ist jedoch ein regulatorischer Hürdenlauf. Darum sind Anbieter gefordert, Banken den Weg zu ebnen.***

Die Volksbank Braunschweig Wolfsburg, kurz Brawo, hat in ihrer Anlagestrategie einen klaren Fokus: Immobilien. Bei den Niedersachsen summiert sich bei einer Bilanzsumme von 5,2 Milliarden Euro der Immobilienbestand auf über eine Milliarde Euro und etwa 550.000 Quadratmeter. „Diese strategische Ausrichtung macht unsere Unternehmensgruppe zu einem großen Teil unabhängig von Zins- und Provisionseinnahmen“, erläuterte der Vorstand der Volksbank Brawo im Konzernbericht 2020. Auch wenn diese Zahlen der Brawo recht beeindruckend sind: Mit der Strategie, das Depot-A mit Immobilien und anderen Real Assets zu bestücken, steht die Volksbank nicht alleine da. Vor allem aufgrund der Zinslandschaft, und weil für die Einlagen auf der Passivseite nicht genügend Bedarf seitens des Kreditgeschäfts auf der Aktivseite besteht, gewinnt das Depot-A zunehmend an Relevanz für Sparkassen und Volks- und Raiffeisenbanken – und in dieser Eigenanlage wiederum vor allem aus Renditegründen alternative Assets. Auf diesem Feld bauen die Treasurer insbesondere auf Immobilien.

Mehr als vier von fünf Institutionellen erachten den Ertrag des Depot-A als wichtig. Im Durchschnitt steuert das Depot-A mit einem Anteil von 29 Prozent der Bilanzsumme schon heute einen nicht unerheblichen Beitrag zum Unternehmenserfolg bei. Künftig wird sich die Relevanz weiter erhöhen: Mehr als zwei Drittel gehen von einer zunehmenden Wichtigkeit der

Eigenanlagen in den kommenden fünf bis zehn Jahren aus. Diese Daten finden sich in einer Studie von CFin – Research Center for Financial Services und Solutio. An der Studie, die vor einem Jahr in portfolio institutionell veröffentlicht wurde (März 2021; S. 14ff.), nahmen 125 Treasurer teil. Vor allem zeugt die Studie aber von einer steigenden Beliebtheit von alternativen Assets. Während heute bereits über die Hälfte der Banken in alternative Assets allokiert sind, planen weitere elf Prozent den Einstieg in diese Anlageklassen. Insgesamt sind heute durchschnittlich acht Prozent des Depot-A der Banken in alternative Assets investiert, wird für das Jahr 2025 ein Anteil von zwölf Prozent, für das Jahr 2030 sogar von 16 Prozent prognostiziert. Binnen zehn Jahren würde somit eine Verdopplung realisiert werden, die jährliche Wachstumsrate läge bei über sieben Prozent. Ganz oben auf der Beliebtheitsskala steht Real Estate. Gleich 75 Prozent der Alternatives entfallen auf Immobilien. Abgeschlagen folgen Infrastruktur, Private Equity und Private Debt mit 13, sieben beziehungsweise vier Prozent.

### **Kein Institut wie das andere**

Trotz der gestiegenen Renditeansprüche der Kreditinstitute an ihr Depot-A sind diesem aber bei alternativen Anlagen regulatorisch durch die Liquidity Coverage Ratio (LCR) Grenzen gesetzt. Anzumerken ist bei allen Depot-A-Statistiken, dass es sich um Durchschnittswerte handelt, von denen einzelne Depot-As stark abweichen können. „Bei den Eigenanlagen von Sparkassen sowie Volks- und Raiffeisenbanken geht es sehr heterogen zu“, berichtet Jörn Zurmühlen, Vorstand des Immobilienfonds-Sekundärmarktspezialisten Reax. Pauschalisieren ließen sich aber zwei Dinge: „In den Depot-As sind die Immobilienquoten stark gestiegen, und diese wird vor allem mit

klassischen Core-Fonds bestückt. Sparkassen fragen insbesondere paneuropäische Fonds nach, sofern diese sortenrein sind, also dediziert beispielsweise die Segmente Wohnen oder Logistik besetzen.“ Die Diversifikationsthematik einmal außen vor: Direkte Investments in Paris oder Mailand könnten die Regionalinstitute in der Regel ihren Gremien auch kaum vermitteln.

Es müssen aber nicht unbedingt paneuropäische Fonds sein – insbesondere nicht, wenn die Depot-A-Verantwortlichen nicht nur auf dem Rücksitz sitzen wollen. „Sparkassen und Volksbanken schätzen es, wenn sie sich einbringen können“, teilt Dominik Barton von der Barton Group mit, einem familiengeführten, bundesweit tätigen Immobilienspezialisten mit über 500 Millionen Euro an AuM. Der Investmentfokus der Barton Gruppe liegt auf Wohnimmobilien, gemischt genutzten Wohn- und Geschäftshäusern sowie auf Immobilien der öffentlichen Infrastruktur. „Zunehmend investieren Banken und Sparkassen auch ohne Einsatz von Leverage“, so Barton zum typischen Vorgehen dieser Anlegergruppe.

### Expertise und ordentlicher Ertrag

Das Faible für Immobilien dürfte nicht zuletzt aus der aus dem operativen Geschäft der Kreditinstitute bestehenden Expertise für Real Estate herrühren. Außerdem: „Der ordentliche Ertrag ist für Sparkassen ein großes Thema. Darum schätzen Sparkassen unter den Alternatives besonders Immobilien“, erklärt Richard Zellmann von First Private. Zum First-Private-Kundenkreis zählen viele Sparkassen. Beispielsweise hat der Asset Manager im Aktienbereich mit der Kreissparkasse Göppingen den ‚Staufer-Fonds‘ und mit der Sparkasse Ulm den ‚Ulm-Fonds‘ aufgelegt. Das Institut aus Göppingen beteiligte sich schon vor zehn Jahren über einen von First Private initiierten Sicav-Sif an Photovoltaikparks (portfolio institutionell; Dezember 2012, S. 30f.) „Sonnenaufgang im Depot-A“). Der Fokus auf ordentliche Erträge erklärt auch, warum Value-add-Strategien weniger gefragt sind. Eine Ausnahme von der Regel: Vor einem Jahr sicherte sich die Kreissparkasse Böblingen im Rahmen eines Forward Deals über ihren individuellen offenen Spezial-AIF, den die Warburg-HIH Invest verwaltet, vor Baubeginn einen Anteil an einem Quartiersbau in Böblingen.

### In den Startlöchern: Private Debt

Die Argumente „Expertise“ und „ordentlicher Ertrag“ treffen aber auch auf Private Debt zu. Die Studienautoren weisen darauf hin, dass insbesondere Private Debt dem operativen Kreditgeschäft im Firmensegment ähnelt. Somit ist, auch wegen der noch sehr geringen Quote, zu erwarten, dass Private Debt künftig stärker dotiert wird. Dass dem heute noch nicht so ist, führen die Studienautoren auch auf die Investitionsvehikel zurück, mit dem die Treasurer noch nicht ausreichend Erfahrung hätten. Dem entsprechen die Erfahrungen der

wBayerninvest mit deren neuem Unternehmensfinanzierungsprodukt. „Wir verspüren ein steigendes Interesse seitens Depot-A-Investoren, wenngleich die Zeichnungen bislang hinter den Erwartungen zurückgeblieben sind“, erklärt Vertriebsexperte Steffen Hahn. „Private Debt kann nach Einschätzung der Investoren eine sinnvolle Ergänzung zum eigenen Kreditbuch darstellen, sei es im Hinblick auf Regionen, Risikoprofil oder Art des Darlehens. Allerdings erfordert eine Investition in diese Anlageklasse im Rahmen eines Neuproduktprozesses (NPP) eine tiefgehende und zeitintensive Analyse“, so Hahn. Neu an den Start gebracht hat die Bayerninvest dieses Jahr gemeinsam mit Blackrock einen Infrastruktur-Equity-Fonds. Neben der Bayerninvest dürften bei den Sparkassen aus dem Verbund vor allem die Helaba-Invest mit ihren Multi-Manager-Angeboten und die Deka mit Immobilienfonds unterwegs sein. Auf Grund ihres operativen Kreditgeschäfts ist für Kreditinstitute natürlich auch Real Estate Debt naheliegend – manchmal aber auch zu naheliegend. „Sparkassen und Volksbanken öffnen sich und ihre Depot-As für Immobilienfinanzierungen. Ein wesentlicher Grund ist der Ertragsdruck“, erklärt Jan von Graffen, Geschäftsführer bei BF Capital, einem Spezialisten für Real Estate Debt. „Manche Kreditinstitute sind bei dieser Anlageklasse wegen einer möglichen Konkurrenzsituation zum eigenen Finanzierungsgeschäft aber auch zögerlich.“ Über Individualmandate könnten die Regionalinstitute zwar Vorgaben für Regionen, Sektoren und LTVs machen. Diesen Weg, so von Graffen, würden aber vor allem Investoren gehen, die insgesamt auf ein Anlagevolumen von mindestens 15 Milliarden Euro kommen. Im Schnitt kommen die 376 deutschen Sparkassen laut dem Deutschen Sparkassen- und Giroverband, DSGV, auf eine Bilanzsumme von 3,7 Milliarden Euro.

### Regulatorischer Hürdenlauf

Hürden für alternative Anlagen sehen die Befragten viele. Knapp die Hälfte nennt die Illiquidität. Für jeweils etwa drei Viertel stellen jedoch „Aufwändiges Berichtswesen/Reporting-Anforderungen“ und „Regulatorische Hemmnisse“ Hürden dar. Asset Manager sollten diese Hürden abbauen. „Neben den passenden Immobilien muss die Fondsstruktur auch nach den regulatorischen und aufsichtsrechtlichen Erfordernissen der Banken ausgerichtet sein und ins Depot-A ‚passen‘“, so Achim von der Lahr. Wie der Wealthcap-Geschäftsführer ausführt, zählen dazu „insbesondere das Risikogewicht für die Eigenkapitalunterlegung nach CRR2 sowie die damit verbundene regelmäßige Berichterstattung zu Basel III (CRR2) und Basel II (MaRisk BA, VaR, Zinsschock)“. Hierbei bestehe die Erwartung an die Produktgeber, sämtliche Kennzahlen im Rahmen der Durchschau an die Investoren zu liefern. „Derzeit laufen erste Diskussionen zu CRR3, welche nach deren Abschluss frühestens 2025 zur Anwendung kommen sollen. Insofern ist es notwendig die aktuellen Diskussionsstände bei der Konzeption und Strukturierung neuer Fonds bereits zu berücksichtigen.“

Ein Hinderungsgrund gerade für Volksbanken können auch die Mindestvolumina sein. Um Fondsanteile „mundgerecht“ zu servieren hat Wealthcap den Münchner Stammsitz der Baywa AG, der für 280 Millionen Euro eingekauft wurde, in einen Spezial-AIF eingebracht, in den insgesamt 34 Genossenschaftsbanken aus ganz Deutschland investiert sind. „Durch den langjährigen Mietvertrag mit mindestens 20 Jahren plus Verlängerungsoptionen profitieren Investoren von einem stabilen und langfristig planbaren Cashflow“, erklärt von der Lahr, der zudem noch auf die Besonderheit hinweist, dass sich Volksbanken mit eher niedrigeren Beteiligungshöhen auszeichnen. „Aus diesem Grund haben wir die Beteiligungshöhen unserer Depot-A-Produkte angepasst und sehen hier im Schnitt Ticketgrößen von fünf Millionen Euro.“ Tendenziell sollte der Fusionsdruck im Bankensektor dafür sorgen, dass die Depot-A-Volumina steigen.

## CRR2 und der Leverage

Ein regulatorisches Hindernis, das Ende Juni 2021 aufgestellt wurde, hört auf den Namen CRR2. Bei der Capital Requirements Regulation II handelt es sich um Eigenkapitalvorschriften für Kreditinstitute. Diese regeln hinsichtlich der Fondsinvestments der Kreditinstitute vor allem die Ermittlung des regulatorisch erforderlichen Eigenkapitals neu. Die Vorschrift hat zur Folge, dass für jede Position eines Investmentfonds separate Risikogewichte zu berücksichtigen sind. „Zuvor waren bei Immobilien pauschal acht Prozent an zu unterliegenden Eigenmitteln zu veranschlagen“, erklärt Tobias Kotz, Head of Client Relations und Capital Funding bei Real IS, einer Tochtergesellschaft der Bayern-LB. „CRR2 stellt aber die risikotragenden Assets (RWA) nun nicht mehr dem Brutto-, sondern dem Nettofondsvermögen gegenüber. Somit fallen die Ergebnisse für die Capital Requirements höher aus und liegen dann je nach Leverage bei etwa zwölf Prozent.“

Darum wäre zu erwarten, dass künftig weniger gehebelt wird. „Einen Trend hin zu all-Equity-Fonds ist bislang aber nicht zu konstatieren. Sonst wären auch die Renditen zu gering“, sagt Zurmühlen. „Die Fonds dürften aber moderatere Fremdkapitalquoten fahren. Die maximal erlaubten 60 Prozent dürfte es nicht mehr geben.“ Die CRR2 ist für Anleger jedoch noch nicht der entscheidende Faktor. „Regulatorik nimmt an Relevanz weiter zu. Dies betrifft – zumindest noch – weniger die CRR2. Künftig wird der Markt auf diese Anforderungen aber stärker achten“, so Zurmühlen. Derzeit stehen ESG-Themen und das sich verändernde Zinsniveau im Fokus. Eine wachsende Bedeutung der Regulatorik macht, lässt man einmal Aufwand und Diversifikation außen vor, den Direktbestand attraktiv – allerdings nicht mehr lange. „Bislang haben die MaRisk den Direktbestand vernachlässigt. Die anstehende Novelle sieht jedoch vor, dass der Direktbestand dann eher wie ein Fonds behandelt wird“, erklärt Tobias Kotz.

Für einen moderateren Leverage sprechen aber nicht nur die Kapitalanforderungen, sondern auch ein steigender Zins. Bezüglich der Leverage-Quoten sieht Kotz bis dato viel Heterogenität: „Manche sind knapp mit Eigenkapital und schätzen somit reine EK-Fonds. Andere wollen einen möglichst hohen ordentlichen Ertrag und arbeiten darum mit viel Fremdkapital.“ Für die Zukunft wagt Kotz die Prognose, dass bei steigenden Zinsen der Leverage sinkt. „Wenn Zinsen und damit Leverage-Kosten steigen, sinkt die Rendite. In der Folge dürften die Anleger die niedrigeren Renditen durch niedrigere EK-Unterlagen kompensieren.“

Auch wenn die regulatorische Abbildung nicht einfacher wird und Zinsen steigen könnten, dürften Immobilien für das Depot-A weiter attraktiv bleiben. Im Aufwind ist derzeit aber ein anderes Real Asset. „Was wir jetzt sehen, ist dass Infrastruktur stark zunimmt“, so Zurmühlen. Für Beteiligungen und für Private Debt erscheinen die CRR2-Herausforderungen jedoch etwas größer. Hier besteht eine Beteiligungen-Problematik, die sich für Immobilien noch nicht realisiert hat. Für Dachfonds – und damit ein von Sparkassen gern genutztes Vehikel – für Infrastruktur, Private Equity und Private Debt ist diese wegen des Look-throughs bereits heute eine bereits bestehende Herausforderung. „Die regulatorischen Anforderungen haben massiv zugenommen“, berichtet Jeremy Golding, Gründer und Managing Partner von Golding Capital. Die Kundschaft der Golding-Dachfonds setzt sich zu einem großen Teil auch aus Sparkassen zusammen. „Wegen CRR2 ist der Look-through für Sparkassen und Volksbanken sehr wichtig. ‚Look-through‘ bedeutet in der Praxis eine Durchschau durch alle Erwerbsebenen bis hin zum Finanzierungsinstrument für das letztendlich operativ tätige Portfoliounternehmen. Dies ist gerade bei Dachfonds, insbesondere solchen aus dem Private Debt Segment, auf Grund der eingeschränkten Datenlage sowie der schieren Masse an Transaktionen herausfordernd.“ Gerade bei letzterem sei es kompliziert, die einzelnen Instrumente zu reporten. Während man zuvor bei der Ermittlung des Eigenkapitalbedarfs für Anteile an Investmentfonds pauschal vorgehen konnte, erfordert CRR2 nun bezüglich der Kernkapitalquote von acht Prozent eine Unterlegung von 100 Prozent für die meisten Private-Debt- und Infrastruktur-Brownfield-Transaktionen, 150 Prozent für Private-Equity- und Infrastruktur-Greenfield-Transaktionen und 1.250 Prozent für Transaktionen und Zielfonds ohne hinreichende Durchschau-Informationen. Letzterer Wert macht klar, dass für einen akzeptablen Return (on Regulatory Capital) von den Fonds maximale Transparenz gefordert ist.

„Insgesamt führen die neuen Regeln zu einem höheren Kapitalbedarf, insbesondere durch die nunmehr erforderliche Durchschau auf die Einzel-Assets. Bedauerlicherweise blendet dieser sogenannte Look-through-Ansatz den Aspekt der Risikodiversifikation vollends aus“, beschreibt Christian Schnabel, Head of Product Finance bei Golding, die CRR2-Thematik.

„Haupttreiber im Detail für den Mehrbedarf an regulatorischem Kapital sind ein höheres Risikogewicht für bestimmte Eigenkapitalfinanzierungen und das Erfordernis, bestimmte strukturelle Elemente der Fonds, wie etwa den Leverage, nunmehr bei der Bemessung des Kapitalbedarfs zu berücksichtigen.“ Betroffen sind von der Regelung zudem die offenen Einzahlungsverpflichtungen gegenüber Fonds. Schnabel: „Darüber hinaus wurde die Behandlung von offenen Einzahlungsverpflichtungen gegenüber Fonds neu geregelt – in der Mehrzahl der Fälle muss für diese ‚Unterstrich-Position‘ der Institute ebenfalls mehr Kapital vorgehalten werden, da diese sich nunmehr am Risikoprofil des investierten Portfolios orientiert.“ Zusätzlich benötigen die Depot-A-ler jedes Quartal von ihren Anbietern ein von einem unabhängigen Prüfer bescheinigtes CRR-Reporting. Diese Berichte sollten die Institute nicht einfach nur übernehmen und ablegen, sondern den Bedarf auch selbst herleiten. Ansonsten droht ein 20-prozentiger „Intransparenzaufschlag“ auf die Risikogewichte. Für Golding führten diese Kapitalanforderungen zum Aufbau eines CRR-Systems mit mehr als 3.000 Emittenten und über 10.000 Finanzierungsinstrumenten, die Golding indirekt über rund 350 Zielfonds hält. Jedes Quartal kämen etwa 500 Instrumente hinzu.

Die Bayerninvest berichtet, dass die Kreditinstitutskunden ein umfangreiches Reportingpackage erhalten, darunter sowohl eine Nachvollzugsliste zur SA-CCR-Berechnung und für den Look-Through-Approach, sowie ein Handout. „Unsere Investoren sind damit nach unserem Dafürhalten in der Lage, anhand der zur Verfügung gestellten Informationen, die Berechnung der Risikogewichte der Einzelpositionen nachzuvollziehen und zu verifizieren und damit den Intransparenzaufschlag von 20 Prozent zu vermeiden“, so die Regulatorikexpertin Pia Richly. Neben der Extraarbeit nimmt wie erwähnt auch der Kapitalbedarf zu. „Dieser hängt nicht zuletzt von der Lebensphase des jeweiligen Fonds ab. Die ersten Quartale im CRR II Regime zeigen, dass, im Vergleich zum Standardansatz der CRR1, für Infrastrukturdachfonds durchschnittlich rund 30 Prozent und für Private Equity Dachfonds teils über 80 Prozent mehr regulatorisches Kapital erforderlich ist“, so Schnabel zu den ersten Praxiserfahrungen. Förderlich für die Rendite ist die CRR2 auch noch aus einem weiteren Grund nicht: „Sehr problematisch ist an dieser regulatorischen Vorgabe, dass nicht jeder Zielfonds zu solchen Reportings bereit ist. Diese kommen für uns dann nicht in Frage“, so Jeremy Golding.

Bei Immobilienfonds ist diese Datenproblematik bezüglich CRR2 weniger gegeben. „Was die Datenlieferung angeht hat sich die ganze Branche gut entwickelt“, sagt Tobias Kotz. Der CRR-Schuh drückt die Branche laut Kotz eher woanders. Mit Blick auf CRR3, die 2025 starten sollen, steht die Frage im Raum, ob Objektgesellschaften als Beteiligung zu werten sind. Dann würden die Eigenmittelanforderungen auf 250 Prozent hochschnellen. Beantworten muss diese Frage aber die Bafin.

Bedauerlich ist für Dachfonds-Anbieter und deren Kunden an CRR2 auch, dass die Diversifikation eines Fund of Funds nicht berücksichtigt wird. „Der Ordnungsgeber hatte bei CRR2 Alternative Investments kaum und Dachfonds gar nicht auf dem Radar“, bemängelt Lutz Boxberger, Managing Director Structuring bei Golding. „Nun werden bei der Durchschau die einzelnen Positionen eines Dachfonds bei der Risikogewichtung so behandelt wie ein Direktinvestment. Dabei zeichnet sich ein Dachfonds ja gerade dadurch aus, dass er das Risiko des einzelnen – über Zielfonds gehaltenen – Investments so stark verwässert, dass es kaum noch auf den Anleger durchschlägt.“ Diese Kritik brachte man auch in die CRR3-Konsultationen ein. Wie es scheint, hat man diese aber nur zum Teil erhört. „In den Entwürfen zeichnet sich ab, dass die Kapitalanforderungen insbesondere für Buyouts nochmals verschärft werden“, so Boxberger. „Da regulatorisches Kapital teils heute schon ein limitierender Faktor bei Investmententscheidungen ist, ist naheliegend, dass Institute ihr Investmentverhalten justieren werden, um den „Return on Regulatory Capital“ zu optimieren. Im Detail können diese Auswirkungen wohl erst abgeschätzt werden, wenn der finale Verordnungstext vorliegt.“

Wenn Infrastruktur, dann dürften es oft Renewables sein. „Die Nachfrage nach Investmentmöglichkeiten in Erneuerbare Energien nimmt sehr stark zu“, bestätigt Richard Zellmann, der dabei auf die im Jahr 2010 gegründete First-Private-Tochter Recap Global Investors verweist. „Die Recap-Angebote haben wir damals frühzeitig mit Sparkassen entwickelt, um den regulatorischen Anforderungen zu entsprechen und entsprechende Konzeptionierungen vorzunehmen.“ Zu diesen Anforderungen zählen MaRisk oder Neue-Produkte-Prozess. Aktuell dreht sich hierbei auch laut Zellmann viel um CRR2, wofür die Durchschau ein wichtiger Aspekt sei. Im Vergleich zu Dachfonds fällt diese aber relativ leicht, da ein Renewables Fund meist direkt in Projektgesellschaften investiert. „Um die Regulatorik abzubilden, ist das Meldewesen sehr relevant. Ein passendes Reporting ist für die Sparkassen äußerst wichtig.“ Zur Passgenauigkeit zählt dann auch der Anschluss. „Wir sind an die Sparkassen-KVG-Schnittstelle angeschlossen. Das macht vieles einfacher. Diesen Zugang hat nicht jeder ausländische Anbieter.“ Mit der Möglichkeit, Fonds-Einzelbestände über diese KVG-Schnittstelle zu liefern, wirbt auch die Helaba Invest. Teil der gemeinsamen Konzeptionierung ist auch die Festlegung des Risikoprofils. Zellmann: „Vor elf Jahren wollten die Sparkassen ein möglichst geringes Risiko. Dieses Profil ist heute etwas risikofreudiger, auch weil die Sparkassen über eigene Finanzierungen Erfahrungen mit Renewables sammeln konnten.“ Als weiteren Aspekt, der für Sparkassen wichtig ist, nennt Zellmann „Planungssicherheit“. Diese hängt vor allem davon ab, inwieweit die Anleger den Anbieterprognosen trauen. Last but not least: die Kosten. „Sparkassen sind als erfahrene Investoren preissensitiver geworden.“ Dies liegt auch daran, dass heute Expertise und Produktangebot viel größer sind.

## Die Weiten des alternativen Universums

wird Ihnen überreicht durch portfolio institutionell mit freundlicher Unterstützung von:



### BayernInvest

#### Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH

Karlstraße 35

D-80333 München

T: +49 (0)89 548 50-132

T: +49 (0)89 548 50-444

relationship-management@bayerninvest.de

bayerninvest.de



### DWS Group

Nestanlin Garcia

Head of Institutional Sales Germany

Mainzer Landstr. 11-17

60329 Frankfurt am Main

+49 (0)69 910-48815

info@dws.com

dws.com



Alex Koriath

Partner & Head of European Pension Practice

#### Cambridge Associates GmbH

Prannerstraße 6

D-80333 München

Akoriath@cambridgeassociates.com



### HanseMerkur Trust AG

Neue Rabenstraße 3

D-20354 Hamburg

T: +49 (0)40 492939 0

info@hmt-ag.de

hmt-ag.de

Jens Schneider

Leiter Kapitalanlagen

T: +49 (0)40 492939 212

jens.schneider@hmt-ag.de

Katharina Damm

Portfoliomanagerin

T: +49 (0)40 492939 241

katharina.damm@hmt-ag.de

#### Herausgeber:

portfolio Verlagsgesellschaft mbH  
Kleine Hochstraße 9-11  
D-60313 Frankfurt am Main

#### Kontakt:

Oneeba Sammi  
T: +49 (0)69 8570 8152  
o.sammi@portfolio-verlag.com

#### Druck:

Silber Druck oHG  
Otto-Hahn-Straße 25  
34253 Lohfelden

#### Autoren:

Philipp Bunnenberg, Katharina Damm, Patrick Eisele,  
Oliver Hanke, Alex Koriath, Wiebke Merbeth

#### Bildnachweis:

Titel, Seite 23: Stockphoto

© Copyright: portfolio Verlagsgesellschaft mbH. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck in jeglicher Form, auch Fotokopien, nur nach vorheriger, schriftlicher Genehmigung des Verlages. Den Artikeln, Empfehlungen und Grafiken liegen Informationen zugrunde, die die Redaktion für verlässlich hält. Eine Garantie für die Richtigkeit können Redaktion und Verlag allerdings nicht übernehmen.

#### Rechtliche Hinweise:

Alle veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich Ihrer Information und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit kann nicht übernommen werden. Wir empfehlen Ihnen vor Erwerb ein eingehendes Beratungsgespräch mit Ihrem Anlageberater. Alle Angaben und Einschätzungen sind indikativ und können sich jederzeit ändern. Bei dieser Information handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse nach aufsichtsrechtlichen Bestimmungen, sondern um eine Werbemitteilung, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügt und nicht einem Verbot des Handels vor Veröffentlichung von Finanzanalysen unterliegt.

# NEXT

## Juni – ESG

Nachhaltigkeit ist als Thema nicht nur sehr dominant, sondern auch sehr dynamisch. Von der Regulatorik über nachhaltige Indexstrategien, Engagements, Green und Social Bonds, energetische Gebäudesanierungen, Anlagen in Renewables bis hin zu Impacts mit Real Assets ist viel in Bewegung geraten. Gerade bezüglich sozialer Nachhaltigkeit tut sich viel. Aber auch der Krieg schafft neue Fakten und Einsichten zu nachhaltigen Anlagestrategien.

Die Frage, die sich mit all diesen Themen verbindet: die Umsetzung. Dies betrifft nicht zuletzt das Reporting und die Effizienz. Hier ist die Anbieterseite gefordert und kann auch bereits viel bieten – auch zur immerwährenden Risk-Return-Debatte und ob das Greenium nun positiv oder negativ ist. Worauf sich aber wohl alle Marktteilnehmer einigen können: Das größte Risiko ist, nicht nachhaltig zu investieren.

## Juli – EMERGING MARKETS

In den Emerging Markets ist viel in Bewegung geraten. Russland ist nicht mehr investierbar, China bewegt sich zielstrebig ins Abseits und auch aus Lateinamerika ist wenig Positives zu vernehmen. Dafür emanzipiert sich Asien neben den EMs und den DMs zu einer eigenen Asset-Klasse. Außerdem ist das allgegenwärtige Thema Nachhaltigkeit in den Schwellenländern besonders stark. Investoren sind also dabei, ihr Weltbild neu zu justieren.

Dafür suchen die Anleger passende Ansätze – und zwar für Anleihen, Aktien und alle alternativen Asset-Klassen. Dabei legen die Anleger Wert auf Markt-Know-how, gute (ESG-)Reportings und natürlich Diversifikation. Grundsätzlich bieten die Emerging Markets genau das, was Investoren benötigen: Wachstum, Inflationsschutz, Ausschüttungen, Nachhaltigkeit und Diversifikation. Jetzt braucht es nur noch gute Asset Manager.

## September – REAL ESTATE

Keine andere Anlageklasse hat in den vergangenen zehn bis 15 Jahren so sehr an Bedeutung gewonnen wie Immobilien. Das gilt für die Eigenkapitalseiten ebenso wie für Real Estate Debt. Längst suchen Investoren auch am bislang noch kleinen Zweitmarkt für geschlossene Immobilienfonds nach Opportunitäten.

Dabei ist der Bedarf an klimaneutralen Gebäuden besonders hoch. Und spätestens seit Beginn der Coronavirus-Pandemie sind moderne, gut vermietbare Wohnimmobilien in guten Lagen sehr gefragt. Daran wird deutlich, dass die Risiken bestimmter Bestandsobjekte nicht von der Hand zu weisen sind. Energetische Sanierung tut not. Und es muss mehr gebaut werden. Mit der Zinswende, explodierenden Materialkosten und einem Mangel an Fachkräften gibt es aber reichlich Gegenwind für Entwickler und Bestandshalter. Es gibt also viel zu besprechen.

HanseMerkur Private Debt S.C.Sp. (Senior)

# Noch nie war illiquide so liquide.



Sofortige Beteiligung an einem bestehenden Private Debt-Portfolio mit 6% Zielrendite p.a. und ohne Commitment-Periode: Genau das bietet Ihnen der HanseMerkur Private Debt S.C.Sp. (Senior). Gemeinsam mit der HanseMerkur investieren Sie dabei in einen bestens diversifizierten, luxemburgischen Dachfonds mit doppelter Risikoüberwachung durch die Zielfonds-Manager selbst sowie durch die HanseMerkur Trust AG als Dachfondsmanager. Kurz gesagt: Noch nie war die illiquide Anlageklasse Private Debt so liquide. Klingt gut? Chancen und Risiken würden wir Ihnen gerne in einem Gespräch näher erläutern. [alternatives@hmt-ag.de](mailto:alternatives@hmt-ag.de) Telefon: 040-49 29 39 -0 Nur für professionelle Anleger.



**HanseMerkurTrust**

Fokussiert auf Absolute Return und Wertsicherung

**Disclaimer:** Die vorliegenden Unterlagen wurden von der HanseMerkur Trust AG auf der Grundlage öffentlich zugänglicher Informationen, intern entwickelter Daten und Daten aus weiteren Quellen, die von uns als zuverlässig eingestuft wurden, erstellt. Für die Richtigkeit bzw. Genauigkeit der Daten können wir keine Gewähr übernehmen. Die Darstellungen in dieser Unterlage sind Werbemittelungen im Sinne des §§ 92, 63 Abs. 6 des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) und dienen ausschließlich Informationszwecken. Sie genügen insbesondere nicht den gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit einer Finanzanalyse. Ferner stellen diese Informationen, Aussagen oder Angaben keine Anlageberatung dar, insbesondere keine auf die individuellen Verhältnisse eines Anlegers bestimmte Anlageempfehlung oder ein Angebot beziehungsweise eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots. Für eine Anlageentscheidung, die aufgrund der zur Verfügung gestellten Informationen getroffen worden ist, übernimmt die HanseMerkur Trust AG keine Haftung. Die Kurs- oder Marktentwicklung von Finanzprodukten hängt insbesondere von der Entwicklung der Kapitalmärkte ab, die u.a. von der allgemeinen Lage der Weltwirtschaft sowie den wirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen in den jeweiligen Ländern beeinflusst wird. Negative Kurs- und Marktentwicklungen können dazu führen, dass sich die Preise und Werte dieser Finanzprodukte reduzieren. Aus dem Kursverlauf der Vergangenheit kann nicht auf künftige Entwicklungen geschlossen werden. Zukünftige Ergebnisse können sowohl höher als auch niedriger ausfallen. Änderungen dieser Unterlage oder deren Inhalt bedürfen der vorherigen ausdrücklichen Erlaubnis der HanseMerkur Trust AG. Alle von der HanseMerkur Trust AG verwendeten Ratings sind konform mit der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 und stammen von in der EU registrierten Ratingagenturen. Die Weitergabe dieser Unterlage an Dritte ist nur mit Zustimmung der HanseMerkur Trust AG zulässig.