

# STATA TEMENT ENT

*Die Weiten  
des alternativen  
Universums*



**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.

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.



**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.

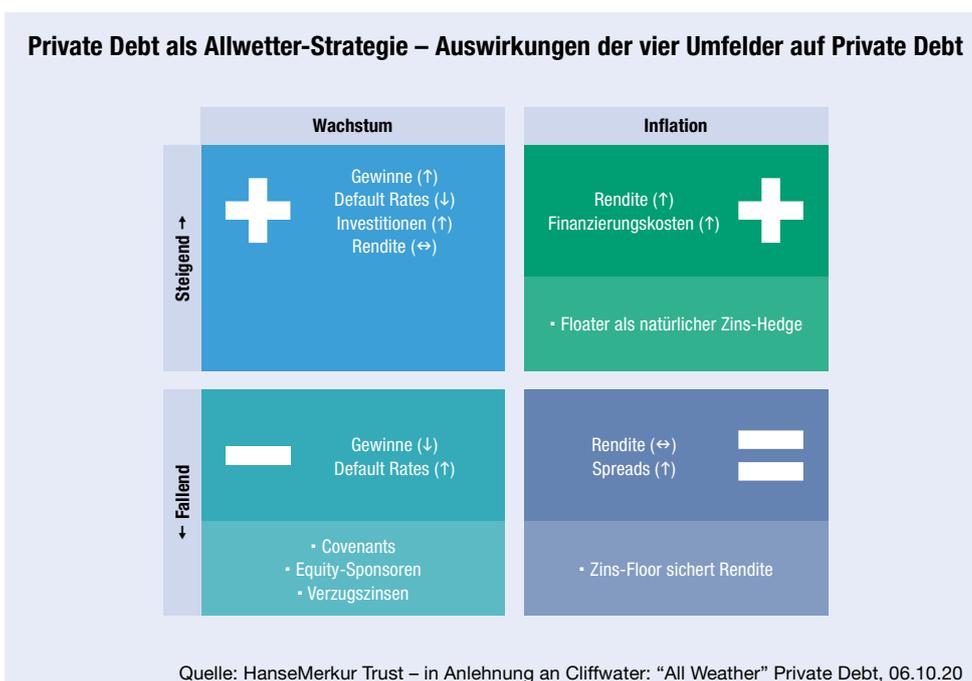
Kommt es zu einem negativen Wirtschaftswachstum, könnte auch Private Debt unter Druck geraten. In diesem Umfeld sind die Unternehmen mit allgemeiner wirtschaftlicher Schwäche konfrontiert, die zu sinkenden Gewinnen und einem Anstieg der Default Rates führen könnte. Vor allem in diesen Stressszenarien 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.



**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:



### **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,

#### **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.

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.