



25 JAHRE | **BAI** / *Diversifikation zählt.*

BAI-JUBILÄUMSBROSCHÜRE –
25 JAHRE BAI

INHALT

Editorial von Achim Pütz	3
Editorial von Frank Dornseifer	7
Eindrücke von der Jubiläumsfeier am 23. Juni 2022 im WesthafenPier	11
Der BAI im Überblick	13
Grußwort von Prof. Dr. Rolf Tilmes	20
Grußwort von Prof. Dr. Christoph Kaserer	22
Grußwort von Rolf Dreiseidler	26
Beitrag von Andreas Kalusche & Matthias Erb	28
Beitrag von Christian Chrobok	34
Chronik – Überblick Verbandshistorie 25 Jahre BAI	35
Sponsoren	36

Privat Equity

Ardian – Kontinuierlicher Erfolg durch Stabilität und Diversifikation	37
Hauck Aufhäuser Lampe PRIVATBANK – Diversifikation mit Private Equity – ein Überblick über die Auswahl von Investments und Fonds-Setup	43
AssetMetrix – Technologiewandel in Private Equity (PE) – wie Fondsmanager und Investoren Herausforderungen in Opportunitäten wandeln können	47

Real Assets

Hansainvest – Virtuelle Vehikel verändern die Fondswelt	52
Nuveen – Fünf Gründe für Investitionen in Waldflächen	56
Manulife – Natürliche Klimalösungen – IPE Real Assets-Sachwerte als effektive Lösung	61
DWS – Immobilienkredite als Anlageklasse in Zeiten von Inflation und steigenden Zinsen ..	66
MEAG – Finanzielle und nachhaltige Anlageziele mit Forst-Investments erreichen	71

ESG

POELLATH – ESG im Investmentprozess – von der Strategie bis zum Exit	76
Franklin Templeton – ESG-Integration bei Private Credit	81
Invest in Visions – Impact Investing: Eine Strategie für alle Anlageklassen?	86

LIQUID ALTERNATIVES

Lupus alpha – Wertsicherung mit Renditepotenzial braucht aktives Management	91
Santander Asset Management – Trade Finance, a stable investment opportunity	96
AllianceBernstein (AB) – Investieren in Alternatives: Kennen Sie Ihre Risiken	101

INFRASTRUCTURE MIT ESG-KOMPONENTEN

LHI – Green Infrastructure – Investments in unsere Zukunft	107
---	-----

TRENDS BEI ALTERNATIVE INVESTMENTS

Universal Investment – Resilient und wandlungsfähig: Alternatives trotzen den Krisen	112
--	-----

RECHT

Arendt & Medernach – Der Fondsstandort Luxemburg und seine Entwicklung	117
HSBC INKA – Investitionen in Alternative Investments über deutsche Spezialfonds – neue Strukturvarianten durch das Fondsstandortgesetz	122

Übersicht aller BAI Mitglieder	127
---	-----

Liebe Leserinnen und Leser,

Ein Vierteljahrhundert Bundesverband für Alternative Investments? Ein Vierteljahrhundert, in dem sich die Welt, die Finanzwelt und auch die Welt des BAI stetig verändert und fortentwickelt haben. Im Großen wie im Kleinen gab es Aufschwünge, Fortschritte und Höhenflüge. Ein Vierteljahrhundert BAI lässt mich zurückblicken: Was waren die prägenden Ereignisse dieser Zeit, wie hat sich die Ausrichtung in den vergangenen 25 Jahren verändert und welche Meilensteine wurden erreicht? Gerne nehme ich Sie im Folgenden auf eine kleine Zeitreise mit, in der ich die wichtigsten Ereignisse festhalten möchte – ich wünsche Ihnen eine angenehme Lektüre und bin schon jetzt gespannt auf das, was im nächsten Vierteljahrhundert vor uns liegt und kommen wird!

„Wir standen bei einem Glas Wein an der Bar“ ist zumeist die Einleitung einer guten Geschichte. Auch die Geschichte des BAI fängt so an. **Am 4. Juli 1997 haben sich Personen bzw. acht Unternehmen zusammengefunden, um die GEMFA, d. h. die German Derivative Investments & Fund Association zu gründen** – Bankgesellschaft Berlin AG (Thomas Kötter), Birkert & Partner GmbH (Rolf Birkert), BVT Beratungs-, Verwaltungs- und Treuhandgesellschaft (Andreas Graf von Rittberg), Estlander & Rönnlund Capital (Volker Frick), Fimatex S.A. (Jean-Philippe Huguot), Gerlach Pütz & Partner (Achim Pütz), Andreas Posmeck und

WAW Financial Consulting (Werner Wienhard). Anlass war eine Hedgefonds Konferenz in Berlin, bei der es schwerpunktmäßig um Managed Futures ging. Hier fiel auf, dass unter den Teilnehmern kaum deutsche Unternehmen vertreten waren. Die Zeit schien reif für eine eigene deutsche Interessenvertretung. Reif, um Wissen zu bündeln und aus der Nische „Alternative Investments“ eine Plattform zu machen.

In einem herausfordernden Umfeld, gerade für einen jungen bzw. kleinen Verband, präsentierte sich die damalige GEMFA im **Herbst 1998** erstmals auf der **Internationalen Anlagemesse (IAM)** in Düsseldorf. Natürlich durfte neben der Messepräsenz auch die Internetpräsenz nicht fehlen und im Herbst 1999 ging die Verbandswebseite erstmalig live. Danach ging es in der Verbandsentwicklung rasant weiter. Während sich der damalige Finanzminister Hans Eichel (SPD) dem „Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken“ – wie man Alternative Investments anfangs nannte – in regulatorischer Hinsicht annahm, erfolgte bereits im **September 2000 die Umbenennung des Verbandes in Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI)**, den Namen, den der Verband auch heute noch trägt.

Inmitten des Hedgefonds-Booms, in dem in Europa im Durchschnitt zwei neue Hedgefonds pro Woche auf den Markt gebracht worden, **veröffentlichte der BAI im**

Frühsommer 2002 den ersten Newsletter und schon **im Frühjahr 2003** gab es die **erste eigene Verbandskonferenz: Das Forum Alternative Investments**, welches der BAI in Kooperation mit der Deutsche Börse AG/Eurex Frankfurt AG veranstaltete.

Im Januar **2004** fand das erste **Intensivstudium Hedgefonds in Kooperation mit der EBS-Finanzakademie** statt. Die assetspezifische Weiterbildung zielte darauf ab die Branche für den noch relativ neuen und prosperierenden Markt zu wappnen. Bereits im ersten Jahr fanden vier Lehrgänge mit insgesamt über 100 Teilnehmern statt.

Im selben Jahr befasste sich der **Finanzausschuss des Deutschen Bundestages mit der bisherigen Entwicklung von Hedgefonds in Deutschland**. Hier gelang es dem BAI sich durch eine eigene **Stellungnahme und Diskussion mit dem Finanzausschuss als sachverständige Institution bei BMF, BaFin und den involvierten Politikern** zu etablieren. Die Verbandsarbeit erreichte so ein größeres Publikum und der BAI wurde zur Schnittstelle zwischen Legislative und Wirtschaft.

Als Vorläufer der **BAI Alternative Investor Conference (AIC)** wurde **2005** die Konferenzserie **SuperHedge** ins Leben gerufen. Die Insights for the Institutional Investor legte auf der Messe Frankfurt mit über 500 Teilnehmern erfolgreich



Achim Pütz
BAI Vorsitzender

den Grundstein für das heutige Format der BAI AIC. Die Umbenennung **2008** ging einher mit dem gezielteren Fokus auf institutionelle Investoren sowie der Einführung eines **Investorenworkshops**. Inmitten der Kurskapriolen der Aktienmärkte und der damit einhergehenden Finanzkrise fanden sich auf der BAI AIC 400 Teilnehmer ein.

Im Veranstaltungsbereich tat sich in diesen Jahren auch so einiges: Im Oktober 2005 wurde die Informationsveranstaltung **„Frankfurt meets New York“, in Kooperation mit der FrankfurtRhineMain GmbH in den Räumlichkeiten der Deutschen Bank in New York** ins Leben gerufen. Das Ergebnis war ein gelungener intensiver und internationaler Austausch zwischen den Bankenmetropolen. Im Juni 2009 startete ebenfalls die **Veranstaltungsreihe BAI Alternative Investment Insight**. Gemeinsam mit Mitgliedsunternehmen werden hierbei bis heute aktuelle alternative Investment- und Rechtsthemen thematisiert.

Während Deutschland in sportlicher Hinsicht **2010** auf den jüngsten Formel 1 Weltmeister aller Zeiten, Sebastian Vettel, blickte, konnte auch der BAI Erfolge verbuchen: Als Highlight ist die **Überarbeitung des Konzepts der BAI AIC** hervorzuheben. Was war passiert? Die Veranstaltung zog in die IHK Frankfurt um. Es wurden u.a. Roundtables eingeführt

und der Investorenworkshop wurde ausgebaut. Als Abendveranstaltung fand das erste BAI Investorendinner statt. Die Veranstaltungen, das Konzept und die besonderen Get-Togethers machen die BAI AIC bis heute zu einer der renommiertesten Branchenkonferenzen in ganz Deutschland. Außerdem fand im März ein **umfangreicher Relaunch der Webseite** und insbesondere der **Ausbau des geschlossenen Bereichs** als Plattform zum Informationsaustausch der Mitglieder statt.

Innerhalb des BAI-Vorstands wurde im **Juni 2010 das Ressort-Prinzip** eingeführt. Konkret heißt dies, dass es jeweils einen Hauptverantwortlichen und seinen Stellvertreter pro Bereich gibt. Dies vereinfachte und verschlankte die vereinsinterne Arbeitsstruktur.

Auch in dieses Jahr fielen die Startschüsse **für den Druckkostenzuschuss für Dissertationen sowie des BAI-Wissenschaftspreis für exzellente wissenschaftliche Arbeiten** zum Thema Alternative Investments. Der BAI-Wissenschaftspreis wurde sodann erstmalig am **8. Juni 2011** verliehen.

Auf der Webseite wurde im **Juli 2011 das Mitgliederverzeichnis ausgebaut**: Seitdem steht den Mitgliedsunternehmen eine eigene Seite zur Verfügung, auf der sie sich u.a. mit Logo präsentieren können. Seit 2011 besteht auch

die Kooperation mit der CAIA Association, mit der schon im Folgejahr die erste Veranstaltung durchgeführt wurde.

Im **Januar 2012** wurde der BAI-Newsletter vollständig umgestellt. Er erscheint seitdem nicht mehr quartalsweise, sondern alle zwei Monate. Dazu passte dann auch die Einführung der **BAI-Infomail**. In dieser wird seit jeher der regulatorische Teil vollständig ausgelagert und sie informiert die Mitglieder insbesondere über Gesetzesentwürfe und laufende Konsultationen des BAI. Im Mai fand die **konstituierende Sitzung des BAI-Investorenbeirats** statt. Der Beirat wirkt für eine bessere Marktintegrität, Transparenz und Governance der Branche und stellt eine institutionalisierte Plattform für den Dialog im Verband mit Investoren und der Investoren untereinander dar. Zwischenzeitlich ist dieser Beirat auf 10 Personen angewachsen.

Mittlerweile schreiben wir **Mai 2013**. Die **BAI AIC wird vollständig neu ausgerichtet, das Motto lautet: Von Investoren für Investoren**. Die Konferenz fokussiert sich seitdem noch intensiver auf die Bedürfnisse institutioneller Investoren, u. a. durch die Einbindung bei der Themenwahl der Vorträge sowie der Wahl der Keynote Speaker. Mitglieder-slots im Hauptauditorium sowie Break Out Sessions (Sponsorenslots) und Vorträge heraus-

ragender Sportler wurden eingeführt. Der erste Sportler, Andreas Niedrig, erzählte seine Geschichte: „Vom Junkie zum Ironman“. Bis heute ist die Keynote von beeindruckenden Leistungsträgern eine Besonderheit der BAI AIC und sorgt für Gänsehaut-Stimmung unter den Teilnehmern.

Ferner erschien im **Mai 2013** die **erste Sonderbeilage Alternative Investments** gemeinsam mit der Börsen-Zeitung. Der Erfolg spricht für sich: Bis heute wird diese Zusammenarbeit fortgeführt. Auch startete die **Factsheet-Reihe**. Die ersten Beiträge behandelten unter anderem Schattenbanken und Hochfrequenzhandel, das aktuellste Factsheet befasst sich mit Venture Capital.

Außerdem wurde ein eigener **geschlossener Bereich für institutionelle Investoren** auf der Webseite des BAI ins Leben gerufen und im zweiten Quartal des Jahres erschien der **erste BAI-Investor Survey**. Seit letztem Jahr beinhaltet dieser eine umfassende Mitgliederbefragung und bietet so einen zusätzlichen Mehrwert.

2014 veröffentlichte der BAI die erste **Infobroschüre** zum Thema Private Equity. Ein Jahr später fand im **Mai 2015** der **Umzug der BAI AIC ins Kap Europa statt** und **zählte 400 Teilnehmer**. In der zweiten Jahreshälfte fand der erste **Kompaktstudiengang Infrastruktur statt**; inzwischen war die Mitgliederzahl des BAI auf 150 gestiegen.

In den Folgejahren wurden BAI Workshops etabliert und Webinare durchgeführt: So fand **2016** der **erste BAI Workshop zum Thema „Solvency II“** mit über **150 Teilnehmern** statt, 2017 folgten **„Private Debt“** und **„Investmentsteuerreformgesetz“** sowie **„Kapitalanlagerundschriften zur Anlageverordnung“**, **„Solvency II/Solvency Review“** (2018) und **„ESG/Sustainable Finance Initiative“** (2019). Bedingt durch die Corona-Pandemie fand im **November 2020** zum ersten Mal in virtueller Form der Workshop **„Co-Investments: Investitionsparameter für institutionelle Investoren und rechtliche Aspekte“** statt. Die rege Teilnahme veranlasste den BAI dazu als Alternative zu den physischen Veranstaltungen fast **40 Webinare** durchzuführen. Als 2021 noch kein Ende der Corona-Pandemie in Sicht war, wurde auch der Workshop zum Thema **„Sustainable Finance & ESG“** online durchgeführt. Die Erfolgsgeschichte der Webinare kann sich sehen lassen. Das Thema: **„Outlook 2022 zu den Assetklassen Real Estate & Infrastruktur“** brachte im Frühjahr 2022 einen Anmelderekord von 541 Personen mit sich. Das Informationsangebot wurde in dieser Zeit ferner um das **BAI White Paper** (u. a. zu Co-Investments) erweitert.

Aus der Not eine Tugend zu machen, schaffte der BAI dann auch im September 2021: der **erste virtuelle BAI Innovationsdays** zählte **über 200 Anmeldungen**. Ziel dieses

Formats ist es nicht nur Branchen und Investoren auf neue Trends und Technologien aufmerksam zu machen, sondern vor allem auch den Dialog mit Technologieunternehmen und Dienstleistern anzustoßen.

Der Verband konnte in diesen Jahren auch immer mehr Mitglieder gewinnen: Lag der Höchststand 2017 noch bei 186 Mitgliedern, so wuchs er bis Ende 2018 auf 206 und erreichte bis Ende 2021 sogar 255 Mitglieder. Schon bis Ende Juli des aktuellen Jahres konnten 28 neue Mitglieder gewonnen werden. Nun hat der BAI die Zahl 300 fest im Blick!

Was sonst noch geschah? **Im Januar 2018** wurde die **betriebliche Altersvorsorge für die BAI Mitarbeiter** eingeführt und der Aufbau und Ausbau einer **Präsenz auf LinkedIn** gestartet. **Mit rund 490 Teilnehmern auf der BAI AIC verzeichnete diese einen neuen Teilnehmerrekord** – und führte zugleich die Meeting Lounge und Meetingräume ein.

2019 veröffentlichte der BAI eine umfangreiche **BAI Private Debt Studie** und erreichte abermals bei der BAI AIC einen neuen Teilnehmerrekord. **2020** tat sich auch personell einiges: Der **BAI Vorstand** wurde **auf sieben Personen erweitert** und mit **Britta Benne** wurde **erstmalig eine Frau** in den Vorstand gewählt.

Sustainable und Digital Finance sind seit einigen Jahren sowohl auf Markt- als auch auf regulatorischer Seite besonders virulent: Dementsprechend bietet der BAI seit **2019** Events zu beiden Themen an, hat sie in seine Fachausschüsse implementiert und auch im Newsletter ist beiden Themen jeweils ein Schwerpunkt gewidmet.

Zur Begleitung der vielfältigen und die Asset-Management-Branche in der ganzen Wertschöpfungskette betreffenden Sustainable Finance Initiative der EU, aber auch der regulatorischen Aktivitäten auf deutscher Ebene, rief der BAI den interdisziplinäre **Arbeitskreis Sustainable Finance & ESG** ins Leben, der am **1. Dezember 2020** seine konstituierende Sitzung hatte. Er ist Resonanzkörper des Verbandes für die Begleitung der Gesetzesvorhaben in Form von Stellungnahmen und Gesprächen, aber auch Forum für den fruchtbaren Austausch über ESG-Themen zwischen Mitgliedsunternehmen und Verband und Mitgliedern untereinander. Zusammen mit Mitgliedern des Arbeitskreises wurden und werden seither die erfolgreichen BAI Workshops zu Sustainable Finance & ESG durchgeführt und BAI Webinare angeboten. Es formierten sich Roundtables zur Erarbeitung von BAI Best Practices zur Erfassung von „Principle Adverse Impacts“ nach der SFDR in alternativen und illiquiden Assetklassen, um in Bereichen beizutragen mit Standards, die von Dienstleistern nur wenig abgedeckt werden.

Diese Aktivitäten stehen exemplarisch für die Nähe des BAI zur Branche und zu seinen Mitgliedern und werden entsprechend sehr geschätzt und als Mehrwert der Verbandsmitgliedschaft erkannt.

Beschwingt durch den Krypto-Boom, der bis dato unreguliert neue Chancen bot und ungeahnte Risiken barg, führte der BAI **im Januar 2020** die **Veranstaltung „Blockchain: Re-Thinking Asset Management – Implikationen für Investoren, Manager und Assetklassen“** durch. Dies war die letzte Präsenzveranstaltung, bevor alle Veranstaltungen – inklusive der **viertägigen BAI AIC mit 650 Teilnehmern** – aufgrund der Pandemie online stattfanden.

Um bei all diesen Themen und Inhalten einen guten Überblick zu erhalten, informiert seit **2020** die **Marktmail** alle zwei Monate über aktuelle Publikationen, aufkommende Events, aktuelle Studien und Marktanalysen.

Nach der Pandemie ist vor der Pandemie? Der (Teilnehmer-) Zuwachs bleibt, die Not, alle Veranstaltungen virtuell stattfinden zu lassen, geht: Im **Mai 2022** verzeichnete die **BAI AIC** einen **Anmelderekord mit über 700 Teilnehmern** im Kap Europa. Für die **Jubiläumsfeier am 23. Juni 2022** im Westhafen Pier 1 gab es über 250 Anmeldungen.

Nach diesem Rückblick, freue ich mich auf die Zukunft: Auf die anstehenden Veranstaltungen, informative Verbandspublikationen und auf die Verbesserung der rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen für die Alternative Investmentbranche, die wir als Team – gemeinsam mit unseren Mitgliedern – erreichen können!

Mit besten Grüßen

Ihr



Achim Pütz
Vorsitzender

25 Jahre BAI: Alternative Investments zwischen Finanzmarktförderung, Heuschreckendebatte, Finanzkrise und Green Deal

Jubiläen sind bekanntlich willkommene Anlässe für Rück- und Ausblicke. Auch wenn 25 Jahre dem einen oder anderen noch recht jung vorkommen, so ist in einer schnelllebigen Epoche, in der regelmäßig eher von Disruption als von Evolution die Rede ist, auch ein solcher Jahrestag schon etwas Besonderes, der dann auch für einen kurzweiligen Rück- und Ausblick genutzt werden darf.

Der Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) wurde am 4. Juli 1997 in Bonn gegründet und vertritt seither in Deutschland, aber auch auf europäischer Ebene, die Interessen einer Branche, deren Anfänge natürlich schon deutlich weiter zurückgehen. Denn bereits Ende der 40er Jahre des vorherigen Jahrhunderts nahm in den USA mit der Gründung des ersten Hedgefonds durch Alfred Winslow Jones und dann in den 50ern mit der Gründung der ersten Beteiligungsgesellschaften wie Venrock Associates und ARDC, die weltumspannende Erfolgsgeschichte der Alternative Investments ihren Lauf. Und seitdem hat sich die Branche in vielerlei Hinsicht weiter entwickelt und heutzutage bestimmen und prägen auch die Segmente Infrastruktur, Private Debt, Real Estate, Commodities, Kryptowerte und weitere Nischenstrategien prominent das Universum der Alternative Investments.

Ob die Erfolgsgeschichte der Alternative Investments in Deutschland wiederum mit der Gründung des BAI vor 25 Jahren nur zusammenfällt, oder eher -hängt, ist eine berechtigte Frage, die wir in diesem Jahr auf unserer Jahreskonferenz, der Alternative Investor Conference, und natürlich jüngst auf unserer Jubiläumsveranstaltung im Westhafen Pier in Frankfurt in illustrierender Runde diskutieren konnten und es gab kein Zweifel, dass der BAI seinen Namen zu Recht trägt und der Verbandserfolg und die Entwicklung der Alternative Investments in Deutschland korrelieren. Und diese Erfolgsgeschichte lässt sich wiederum prominent und mit einem dicken Ausrufezeichen im jährlichen BAI Investor Survey ablesen, der mittlerweile eine AI-Quote von knapp 23% im Portfolio institutioneller Investoren in Deutschland ausweist. Und dahin war es weiter Weg mit vielen regulatorischen und steuerlichen Hürden, sowohl auf Fondsebene, aber auch auf Ebene der Investoren selbst, die aus dem Weg geräumt werden mussten.

Und hier lohnt es sich nochmals, weiter zurück in die Vergangenheit zu schauen. Die Gründung der ersten deutschen Kapitalanlagegesellschaft, der ADIG, geht bekanntlich auf das Jahr 1949 zurück. Damals bestand ein Portfolio aus Aktien, Renten und Cash. Fast eine Dekade später, im Jahr 1958 folgte

dann der Startschuss der gesetzlichen Kodifizierung des Investmentrechts in Deutschland, und zwar mit dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften, dem KAGG. Fast 30 Jahre später folgte dann der europaweit harmonisierte investmentrechtliche Rahmen in Form der Richtlinie zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW). Und damit waren die regulatorischen Fundamente gelegt, die noch heute, allerdings in deutlich veränderter und erweiterter Form, maßgeblich die Aktivitäten der gesamten Investmentfondsbranche prägen.

Die Gründung des BAI im Jahre 1997 fiel dann in eine Zeit, in der Gesetze noch mit wohlklingenden Namen wie z. B. Finanzmarktförderungsgesetz auf den Weg gebracht wurden, gefolgt von Investmentmodernisierungs- bzw. Änderungsgesetzen, die dem dynamischen Wandel in der Finanzbranche im Allgemeinen und natürlich in der Fondsbranche im Besonderen, vor allem durch den Einsatz moderner Anlagestrategien und -techniken mit einem sich verändernden globalen Anlageuniversum, Rechnung tragen sollten.

Nachdem lange Zeit ausschließlich Aktien, Renten und dann auch Immobilien – typischerweise im Rahmen einer buy-and-



Frank Dornseifer
BAI-Geschäftsführer

hold Strategie – die Zusammensetzung privater und institutioneller Portfolien prägten, war die Zeit reif: nicht nur für alternative Anlageklassen und –konzepte, sondern auch für einen Verband, der die Neuausrichtung der Portfolien begleitet und wichtige Impulse setzt. Zu erwähnen ist hier beispielhaft die Einführung von Hedgefonds in Deutschland mit dem Investmentmodernisierungsgesetz im Jahr 2003, gefolgt von unterschiedlichen Initiativen in den Bereichen Beteiligungs- und Wagniskapital auf nationaler wie auf europäischer Ebene, aber natürlich auch flankierende investmentsteuerrechtliche und investorenaufsichtsrechtliche Gesetzgebung (insbes. Solvency, CRR, AnIV), die für den BAI immer schon von zentraler Bedeutung waren und unseren ganzheitlichen Ansatz und institutionellen Fokus widerspiegeln.

Die Erfolgsgeschichte der Alternative Investments war natürlich kein Selbstläufer. Zu allem Überfluss kam zu den regulatorischen und steuerrechtlichen Fußangeln eine politisch und zum Teil auch medial irreführende Heuschreckendebatte, die bei gewissenhafter Prüfung dem Fake-News-Check nicht standhielt. Dennoch prägte sie zum Teil auch noch den nächsten Gau, nämlich die globale Finanzkrise, in der wiederholt erfolglose Versuche unternommen wurden, Hedgefonds & Co. die Schuld an der selbigen zu geben. Und auch deshalb gehörte es dann in den Jahren 2006 bis 2011 zu den größten Herausforderungen für den Verband eines der

legislativen Mammutprojekte dieser Zeit, nämlich die Verabschiedung der europäischen Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD), konstruktiv und nachdrücklich zu begleiten. Denn mit deren Verabschiedung wurde eine echte Zeitenwende nicht nur für die Branche, sondern auch für einschlägige institutionelle Investoren eingeläutet. Gerade da dieses Gesetzgebungsvorhaben nicht wirklich in die Kategorie Finanzmarktförderungsgesetz fiel, war die assetklassenübergreifende Erfahrung und regulatorische Expertise des BAI von elementarer Bedeutung, ein solch holistisches Regulierungskonzept nicht nur zu begleiten und Auswüchse zu mitigieren, sondern um Weichen zu stellen für den weiteren notwendigen Ausbau des institutionellen Portfolios mit Alternative Investments.

Schon das Projekt Kapitalmarktunion zeigte kurze Zeit später, dass die weitere Integration der Finanz- und Kapitalmärkte auf der einen Seite, der effiziente Zugang zu alternativen Assetklassen für institutionelle Investoren wie Versicherungen im Rahmen des Solvency-II-Regelwerks (Stichwort Qualifizierte Infrastruktur und Long Term Equities) auf der anderen Seite, von essentieller Bedeutung sind und prohibitive Ansätze in der Regulierung in der Regel kontraproduktiv sind. Gleiches gilt für inkonsistente Steuergesetzgebung, die in Deutschland leider fast schon Tradition hat und die in den letzten 15 Jahren zu diversen grundlegenden, manchmal auch widersprüchlichen

Änderungen des Investmentsteuerrechts, aber auch des Umsatzsteuerrechts (Stichwort unterschiedliche Behandlung der Management Fee) führte. Auch hier waren es dann Verdienste des BAI, die im Rahmen des Investmentsteuerreformgesetzes zu einer weitgehend diskriminierungsfreien Besteuerung von AIFs und deren Anlegern führten, auch wenn der zu eng gefasste numerus clausus der zulässigen Vermögensgegenstände für Spezial-Investmentfonds weiterhin ein Hemmschuh und Standortnachteil ist.

Ganz neue Dimensionen wurden dann von der EU-Kommission mit der Sustainable Finance Initiative auf der einen Seite und dem Digital Finance Package auf der anderen Seite geöffnet, auch wenn der BAI beide Themen schon deutlich vorher, nämlich erstmals im Jahr 2016, prominent und dezidiert besetzte und Mitglieder, Branche und Investoren an diese Themen heranzuführte. Zeitgleich war es wiederum der BAI, der das Thema Private Debt in Deutschland, sowohl regulatorisch, aber auch bei Branche und Investoren etablierte und damit neben Infrastruktur und Private Equity den weiteren Siegeszug von Private Markets Strategien forcierte, die heute aus keinem institutionellen Portfolio mehr wegzudenken sind.

Das quasi zum 25-jährigen Bestehen des BAI dann in Deutschland ein Gesetz in Kraft trat, welches mit dem Namen Fondsstandortgesetz fast an die wohlklingenden Titel aus

unserer Gründerzeit anknüpfte, könnte man fast als schicksalhafte Fügung bezeichnen. Allerdings blieben unsere Erwartungen bekanntlich deutlich hinter dem euphemistischen Namen des Gesetzes zurück. Viel wichtiger ist für die Branche zudem das aktuelle Reformpaket auf europäischer Ebene aus AIFMD- und ELTIF-Review. Beide Gesetzesvorhaben werden die europäische Fondsbranche deutlich stärker prägen als ein deutsches viel zu zaghaftes Reparaturgesetz. Quasi passend zum 25. Geburtstag des BAI haben EU-Ministerrat und Europaparlament ihre Verhandlungspositionen für den abschließenden Trilog zu beiden Dossiers abgestimmt, so dass diese nach der Sommerpause mit viel Elan und Energie geschlossen werden können. Dies alles steht bekanntlich im Kontext der Kapitalmarktunion, die zu den Leuchtturmprojekten auf EU-Ebene zählt und u.a. die Vertiefung und Integration der europäischen Finanz- und Kapitalmärkte bezweckt und damit die Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit der gesamten Branche verknüpft. Prominente Bestandteile der CMU 2.0 sind neben der Überarbeitung von AIFMD-Richtlinie und ELTIF-Verordnung vor allem der Solvency- und CRR-Review. Den Adressaten all dieser Regelungskomplexe kommt wiederum im Kontext der Sustainable Finance Initiative die Rolle der maßgeblichen Finanzierer der nachhaltigen Transformation zu, eine Herausforderung, der sich diese stellen, die aber mit enormen Kraftanstrengungen und Implementierungsauf-

wand verbunden ist. Gerade der Alternative Investments-Branche mit ihren Private Markets Strategien kommt hier eine führende Rolle zu und die Dynamik in diesem Sektor ist ungebrochen, auch wenn die Regelungsflut und -intensität in manchen Bereichen ein Übermaß erreicht hat.

Gerade mit Blick auf Rolle und Verantwortung der Alternative Investments Branche verwundert es, dass vom deutschen Gesetzgeber diesbezüglich über Jahre hinweg schlicht und ergreifend zu wenig getan wurde. In der Konsequenz hat sich Deutschland zunächst im Publikumsfondsbereich, dann aber auch im immer wichtiger werdenden Alternative Investments Segment, vor allem als Absatzmarkt und weniger als Produktionsstandort entwickelt. Daran hat auch das Fondsstandortgesetz nichts geändert, symptomatisch dafür ist der halbherzige und EU-rechtlich problematische Versuch, eigenwillig definierte Wagniskapitalfonds von der Umsatzsteuer auf die Management Fee auszunehmen, während – auch volkswirtschaftlich – mindestens genauso wichtige Fonds, die den Green Deal, KMUs, oder elementare Infrastrukturprojekte finanzieren, nicht ausgenommen werden.

Dass es auch anders geht, zeigt sich im Bereich Kryptoregulierung. Hier wird Deutschland von vielen Stakeholdern echte Fortschrittlichkeit bescheinigt und das will etwas heißen. Die BaFin-Praxis zur aufsichtsrechtlichen Behandlung von

Kryptowerten, die Vorstöße der Bundesregierung beim Kryptoverwahrgeschäft, aber auch bei der Einführung von Kryptowertpapieren und der Kryptoquote für Spezial-AIF sind wichtige Impulse für Branche und Standort und so konnte Deutschland auch eine maßgebliche Rolle bei der Verabschiedung der verschiedenen Rechtsakte des Digital Finance Packages übernehmen. Und fast als Geburtstagsgeschenk für den BAI wurde wenige Tage vor dem sich jährenden Gründungstag mit der Verordnung über Kryptofondsanteile (KryptoFAV) eine echte Zeitenwende, die man auch mit gutem Gewissen als disruptiv bezeichnen kann, eingeläutet: ab sofort ist es in Deutschland möglich, Fonds über die Blockchain zu emittieren. Insbesondere der Weitsicht und der Ausdauer des BAI ist es zu verdanken, dass Fondsanteile quasi auf den letzten Metern des Gesetzgebungsverfahrens noch in den Anwendungsbereich des eWpGs aufgenommen wurden und mit Schuldverschreibungen gleichziehen. Kurzum, mit dem Inkrafttreten der KryptoFAV ist nun ein echter Innovationsschritt gemacht, der für den Finanz- und Fondsstandort von besonderer Bedeutung ist.

Es wird also deutlich: wenn alle Beteiligten wollen, kann also auch Regulierung Fortschritt ermöglichen, das nennt man dann neudeutsch enabling regulation. Und genau mit diesem Anspruch sollte nun z.B. der Abschluss von AIFMD-Review

und ELTIF-Review angegangen werden. Gleiches gilt natürlich für die weiteren (Implementierungs-)Arbeiten an den Fundamenten der Sustainable Finance Initiative, insbesondere also Taxonomie und Offenlegungsverordnung. Die Bundesregierung sollte sich zudem überlegen, wie sie darüber hinaus Asset Management made in Germany stärken kann. Vorschläge dafür, angefangen von der Fondsregulierung über das (Investment-)Steuerrecht bis hin zum Aufsichtsrecht der Investoren, liegen dem Bundesfinanzministerium aus der Vergangenheit zur Genüge vor. Und damit wären wir dann auch beim wohlklingenden Titel des aktuellen Koalitionsvertrages, der da lautet: „Mehr Fortschritt wagen“! Mit diesem Motto lassen sich dann auch die zuvor skizzierten aktuellen und zukünftigen Herausforderungen meistern. Der BAI steht bereit.

Der BAI, wie auch seine mittlerweile 266 Mitgliedsunternehmen, haben sich in der Vergangenheit schon immer durch innovative Ideen, ausgewiesene Asset- und Regulierungskompetenz und die Bereitschaft zum konstruktiven Dialog ausgewiesen und bieten Branche, Investoren sowie Politik und Aufsicht wichtige Plattformen für diesen Austausch. Diese Alleinstellungsmerkmale oder neudeutsch USPs sind heute mehr denn je gefragt. Kurzum, wir blicken optimistisch in die Zukunft und freuen uns auf die nächsten 25 Jahre im Dienste der Alternative Investments Branche und deren Investoren in Deutschland und Europa!

Mit besten Grüßen

Ihr



Frank Dornseifer

Eindrücke von der BAI-Jubiläumsfeier am 23. Juni 2022 im WesthafenPier





Der BAI im Überblick

Der Bundesverband Alternative Investments e. V. (BAI) ist die zentrale Interessenvertretung der Alternative Investments-Branche in Deutschland. Der Verband versteht sich als Katalysator zwischen professionellen deutschen Investoren und anerkannten Anbietern von Alternative Investments-Produkten weltweit. Er setzt sich dafür ein, dass deutsche institutionelle bzw. professionelle Investoren ihre Kapitalanlage im Hinblick auf Alternative Investments, insbesondere mit Augenmerk auf die langfristige Sicherung der deutschen Altersvorsorge, einfacher und besser diversifizieren können. Der BAI fördert den Bekanntheitsgrad sowie das Verständnis für alternative Anlagen in der Öffentlichkeit und setzt sich für die wissenschaftliche Forschung ein. Er führt den Dialog mit den politischen Entscheidungsträgern sowie den zuständigen Aufsichtsbehörden und pflegt den Austausch mit nationalen und internationalen Organisationen und Verbänden. Der Verband verfolgt das Ziel, gesetzliche Reformen sowie eine Rechtsfortbildung im Interesse der Mitglieder und deren Anleger zu erreichen und attraktive und international wettbewerbsfähige Rahmenbedingungen für die Anlage in Alternative Investments zu schaffen.

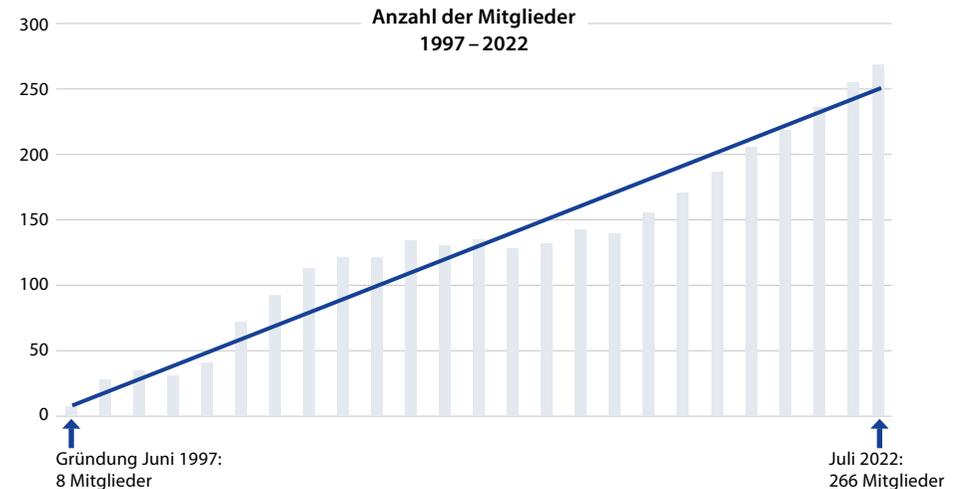
Weitere ausführliche Informationen und unseren Imagefilm finden Sie → [hier](#)

Die Imagebroschüre finden Sie → [hier](#)

Alle BAI-Mitglieder finden Sie → [hier](#)

DER BAI, EINE BEEINDRUCKENDE ERFOLGSSTORY VON BEGINN AN!

Entwicklung der Mitgliedschaften 1997 bis 2022



BAI-Vorstand

Der Vorstand legt nach Maßgabe der durch die Mitgliederversammlung bestimmten Verbandspolitik die Leitlinien für die Tätigkeit des Verbandes fest. Die ehrenamtlichen Vorstandsmitglieder weisen langjährige Erfahrung auf dem Gebiet der Alternative Investments auf und sind hauptberuflich in Führungspositionen renommierter Unternehmen tätig.

Ausführliche Informationen zum BAI-Vorstand finden Sie → [hier](#)



Achim Pütz
Vorsitzender
Ressorts: Recht/Investorenbeirat



Britta Bene
Stellvertretende Vorsitzende
Ressorts: Personal/
Investorenbeirat



Dr. Peter Brodehser
Stellvertretende Vorsitzender
Ressorts: Veranstaltungen/
Weiterbildung



Matthias Erb
Stellvertretender Vorsitzender
Ressorts: Alternative Markets/
Öffentlichkeitsarbeit



Andreas Kalusche
Stellvertretender Vorsitzender
Ressorts: Öffentlichkeitsarbeit/
Alternative Markets



Bastian Schmedding
Stellvertretender
Vorsitzender & Schatzmeister
Ressorts: Finanzen/Personal



Prof. Dr. Rolf Tilmes
Stellvertretender Vorsitzender
Ressorts: Weiterbildung/
Veranstaltungen

BAI-Geschäftsstelle

Die Geschäftsstelle unterstützt die Organe und Fach-ausschüsse des BAI. Sie setzt die Aufgaben gemäß den Zielvorgaben des Verbandes um, erstellt Positionspapiere, Stellungnahmen und Publikationen und vertritt den Verband nach außen.

BAI-Geschäftsstelle – mehr Informationen → [hier](#)



Frank Dornseifer
BAI-Geschäftsführer



Michael Bommer
Referent Recht und Policy



Nora Hesse
Referentin Recht



Petra Möhren
Administration



Stefani Fettah
Buchhaltung und
Administration



Christina Gaul
Leiterin
Konferenzen & Marketing



Roland Brooks
Senior Referent



Philipp Bunnenberg
Leiter Alternative Markets



Florian Bucher
Referent & Marktanalyst
Alternative Markets

BAI-Investorenbeirat

Den Belangen institutioneller Investoren wird insbesondere über die Mitwirkung des BAI-Investorenbeirates Rechnung getragen. Er hat die Einbindung von Investoren in die Verbandsarbeit, die Hinzuziehung als Ideengeber, Ansprechpartner und Willensbildungsorgan sowie als Fürsprecher für AI-Themen gegenüber Politik, Aufsicht und Medien zum Ziel.

Weitere Informationen zum BAI-Investorenbeirat finden Sie → [hier](#)



Armin Beerwart
Abteilungsleiter Alternative Investments
W&W Asset Management GmbH



Andreas Binder
Abteilungsleiter Alternative Investments
WAVE Management AG



Dajana Brodmann
Pension Investment Manager
E.ON SE



Christian Chrobok
Leiter Portfoliomanagement
BVV Versicherungsverein des Bankgewerbes a.G.



Stefan Hentschel
Head of Pension Asset Management
Evonik Industries AG



Rainer Maucher
Geschäftsführer Vermögensmanagement
Gemeinnützige Hertie-Stiftung



Dr. Heiko Seeger
Geschäftsführer Vermögensanlagen
Versorgungswerk Wirtschaftsprüfer & vereidigten Buchprüfer



Sabine Mahmert
Abteilungsleiterin Kapitalanlagen
Evangelische Zusatzversorgungskasse in Darmstadt (EZVK)



Martin Koneberg
Abteilungsleiter Alternative Investments
Bayerische Versorgungskammer



Dr. Peter Brodehser

Glückwünsche vom BAI-Investorenbeirat



Martin Koneberg
CAIA, Leiter Aktien &
Alternative Risikoprämien
Bayerische
Versorgungskammer

” 25 Jahre stark & froh, lieber BAI weiter so! Ganz Herzlichen Glückwunsch zum 25-jährigen Bestehen! Nicht nur die ständig steigenden Mitgliedszahlen sowie die Rekord-Teilnehmerzahlen an der Alternative Investor Conference zeigen mir den großen, ständig wachsenden Erfolg des BAI. Der äußerst produktive Austausch unter Investoren, die Verbindung von Wissenschaft und Praxis, aber auch das Miteinander von institutionellen Anlegern und hoch qualitativen Asset Managern macht den BAI zur wichtigsten Institution für den deutschsprachigen Markt, wenn es um das Thema Alternative Investments geht. Ich freue mich sehr, als Investorenbeirat diese wertvolle und wichtige Verbandsarbeit unterstützen zu dürfen.



Dr. Peter Brodehser

” Fluctuat nec mergitur – Sie wankt, aber geht nicht unter“ ist nicht nur seit 1853 der Wappenspruch der Stadt Paris, sondern skizziert die Natur der Kapitalmärkte seit je her. Dieser laufenden und systemimmanenten Volatilität können wir uns nicht entziehen. Wir müssen sie managen.

Der BAI ist für uns Investoren in diesem volatilen Zeiten Sprachrohr, Plattform und Thinktank zugleich. Danke dafür!!

Happy Birthday BAI!!



Dr. Heiko Seeger
Geschäftsführer
Versorgungswerk der
Wirtschaftsprüfer und
vereidigten Buchprüfer
(WPV)

” Herzlichen Glückwunsch zu 25 Jahren sehr engagierter und kompetenter Verbandsarbeit und zur Verbreiterung des Alternative Investment Gedankens.



Andreas Binder
Head of Alternative
Investments / Real Estate
WAVE Management AG

” Zum 25-jährigen Jubiläum möchte ich dem BAI meine herzlichen Glückwünsche aussprechen! Mutig in der Zeit der liquiden traditionellen Assets gestartet ist der BAI mit der Zeit immer weiter gewachsen – und war und ist dabei stets auf der Höhe der Zeit! Mit dem konsequenten Fokus auf die Themen der Branche, Anbieter und Anleger rund um die Alternativen Investments!

Herzlichen Glückwunsch zur 25 und viel Erfolg auch in Zukunft, BAI!



Stefan Hentschel
CEFA, Head of Treasury &
Pension Asset Management
Evonik Industries AG

” Der BAI ist eine unverzichtbare Plattform für institutionelle Investoren in Bezug auf alternative Anlagen. Wir schätzen in diesem Rahmen insbesondere den offenen Austausch zwischen Anlegern, Produktanbietern und der Regulierung.

BAI-Wissenschaftsgremium

Mit dem BAI-Wissenschaftspreis und anderen Initiativen schafft der BAI für Studenten und Wissenschaftler in Deutschland einen weiteren Anreiz, Forschungsarbeit in diesem für Investoren zunehmend wichtigen Bereich zu leisten. Damit tragen wir zu einer besseren Verzahnung von Wissenschaft und Praxis bei.

Der BAI-Wissenschaftspreis wird seit 2010 jährlich vom BAI verliehen. Über die Gewinner entscheidet jedoch allein und unabhängig ein Gremium, welches sich aus acht anerkannten Experten aus Wissenschaft und Praxis zusammensetzt.

BAI-Wissenschaftspreis – mehr → [hier](#)



Dr. Lars Jaeger



Dr. Philippe Jost



Prof. Dr. Mark Mietzner



Prof. Dr. Dirk Schiereck



Prof. Dr. Denis Schweitzer



Dr. Jan Tille



Prof. Dr. Bernd Geier



Prof. Dr. Johannes Köndgen

Glückwünsche vom BAI-Wissenschaftsgremium



Prof. Dr. Dirk Schiereck
TU Darmstadt

„ Mit der Auslobung eines Preises für wissenschaftliche Abschlussarbeiten signalisiert der BAI nicht nur seit vielen Jahren sein großes Interesse am akademisch ausgebildeten Nachwuchs, er bestätigt auch den vielen Studierenden, die ihre Arbeiten zur Preisvergabe einreichen, die hohe praktische Relevanz ihrer Arbeiten und ihrer gesamten Ausbildung.

Das ist gerade in Zeiten von unschätzbarem Wert, in denen das Verständnis für das Geschehen an Finanzmärkten immer noch sehr niedrig ist und zum Teil – wie etwa bei dem Hype um die Aktie von GameStop – eher noch durch Massenpsychologie und Spieltrieb statt durch fundiertes Wissen getrieben wird. Hier kann die Rückbesinnung auf theoriegestützte empirische Evidenz, hergeleitet mit überzeugender wissenschaftlicher Methodik, sehr hilfreich sein.

Während diese Anerkennung aber alle Preisstifter im kapitalmarktorientierten Umfeld trifft, geht der BAI mit seinem Award einen großen Schritt weiter. Denn er ermuntert zu besonders innovativen Ansätzen jenseits der alt-hergebrachten, etablierten Anlagekategorien und konzentriert sich damit nicht auf inkrementelle Verbesserungen des Bestehenden. Alternative Investments bieten strukturelle Vorteile und Adjustierungen in Rendite-Risiko-Profilen, die ohne sie nur schwer implementierbar wären. Und sie sind stets Begleiter der gesamtwirtschaftlichen Transformation gewesen, bspw. im Bereich der Digitalisierung und der Nachhaltigkeit. Gerade angesichts dieser Rolle als Treiber von Fortschritt und Innovation ist der BAI Award so besonders wichtig, denn er ermutigt ganz explizit junge Studierende, mit ihren Arbeiten einen Beitrag zur Zukunftsfähigkeit der deutschen Wirtschaft zu leisten. Deshalb lieber BAI: ‚Vielen Dank!‘ und unbedingt ‚Weiter so!‘



Dr. Philippe Jost
Capital Dynamics

„ Congratulations to the BAI for reaching a 25-year milestone and for their unwavering support of the alternative investments industry over this period.



Dr. Jan Tille
Absolut Research GmbH

„ Herzlichen Glückwunsch zu 25 Jahren erfolgreicher Verbandsarbeit, in denen der BAI maßgeblich dazu beigetragen, Alternative Investments hierzulande zu etablieren. Dadurch wurde Investoren ermöglicht, neue Ertragsquellen zu erschließen und Portfolios zu diversifizieren.



Dr. Lars Jaeger
GAM

„ Nach 25 Jahren, die ich persönlich ja nahezu allesamt erlebt habe, sende ich dem BAI neben der Glückwünsche auch den Wunsch ihres weiteren Erfolges zu.

Herzlichen Glückwunsch zur 25 und viel Erfolg auch in Zukunft, BAI!



Prof. Dr. Bernd Geier
LL.M. (Cambridge)
RIMÓN FALKENFORT

„ Ich freue mich sehr, den BAI Wissenschaftspreis begleiten und junge, aktive Wissenschaftler in diesem Bereich so zu unterstützen und fördern zu dürfen. Der Wissenschaftspreis ist eine wichtige Auszeichnung im immer bedeutsamer werdenden Segment der Alternative Assets. Zum 25. Jubiläum möchte ich dem BAI sehr herzlich gratulieren, auch zu seiner guten Arbeit und umfassenden Unterstützung. Die Breite und Tiefe der Arbeitsgruppen des BAI ist eines der Alleinstellungsmerkmale des Verbands.

25 Jahre erfolgreich im Dienst der Alternative Investment-Branche

SEHR GEEHRTE DAMEN UND HERREN, LIEBE MITGLIEDER DES BAI,

im Namen der EBS Universität für Wirtschaft und Recht, aber auch als ehrenamtliches Mitglied des Vorstandes des Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) möchte ich zum 25-jährigen Bestehen des BAI allen Beteiligten, insbesondere aber den damaligen Initiatoren, für die Idee und das Engagement in den zurückliegenden Jahren für diese assetklassen- und produktübergreifende Interessenvertretung für Alternative Investments in Deutschland meinen herzlichen Glückwunsch aussprechen.

Was heute als sinnvoller Portfolio-Bestandteil breite Marktakzeptanz erfahren hat, sich kontinuierlich an sich ändernde Marktbedingungen im Zeitverlauf angepasst hat und auch im institutionellen, semi-institutionellen und privaten Anlegersegment nachgefragt wird, war zum Ende der 1990er Jahre eine exotische Assetklasse – auf jeden Fall in Deutschland.

Die Branche hat sich seit damals kontinuierlich weiterentwickelt, es sind neue Assetklassen hinzugekommen und die Alternative Investments gehören heute bei den meisten institutionellen Investoren mit weiterhin steigendem Anteil am Portfolio dazu. Egal ob Private Equity, Private Debt,

Infrastruktur, Real Estate, Liquid Alternatives (UCITS) oder Hedgefonds, um nur einige Beispiele zu nennen, die Alternative Investments sind inzwischen auch hierzulande mit den unterschiedlichen Anlageklassen bei institutionellen Investoren „Mainstream“ und haben insgesamt sehr an Bedeutung und Relevanz dazu gewonnen.

Es bedurfte des am 01. Januar 2004 in Kraft getretenen Investmentmodernisierungsgesetzes, um in Deutschland in Hedgefonds investieren zu können. In der Gesetzesbegründung hieß es damals „Der Finanzplatz Deutschland ist mittlerweile reif für die Zulassung von alternativen Investmentprodukten. Die Hedgefonds-Branche scheint sich zu einer Branche entwickelt zu haben, die sich der mit Hedgefonds verbundenen Risiken bewusst ist und mit ihnen verantwortungsvoll umgeht.“ Der BAI hatte an diesem Meilenstein maßgeblichen Anteil, die Gesetzesinitiative eng begleitet und wesentliche Entscheidungsträger fachlich fundiert informiert – und somit die Brancheninteressen sinnvoll vertreten, aber auch den Finanzplatz Deutschland fortentwickelt.

Und gerne erinnere ich mich an die Gespräche mit dem damaligen Vorstand des BAI, der auf die EBS Finanzakademie zukam, ob diese eine Weiterbildung konzipieren könnte, um das Wissen um die Assetklasse Hedgefonds in der Breite und der Tiefe zu verbessern. Nicht nur inhaltlich-konzeptionell, sondern auch medial war Pionierarbeit notwendig, sprachen doch viele vermeintliche Experten von „Heuschrecken“ und „Teufelszeug“.

Gemeinsam mit dem BAI – und hier insbesondere mit Rolf Dreiseidler – entwickelt, startete am 26. Januar 2004 der erste Jahrgang des Kompaktstudiums Hedgefonds. Und es war der Beginn einer sehr erfolgreichen Kooperation und Grundlagenschulung. Nicht nur Marktteilnehmer, sondern auch diverse Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter der BaFin und der Ministerialbürokratie haben dieses Programm besucht. In 15 Jahrgängen haben über 250 Teilnehmerinnen und Teilnehmer die Grundlagen von Hedgefonds-Investments erlernt.

Was mit dem Kompaktstudium Hedgefonds begann, hat sich über das Kompaktstudium Private Equity – im



Prof. Dr. Rolf Tilmes
stellvertretender Vorsitzender
im BAI und Academic Director
EBS Executive School

September startet der 20. Jahrgang –, aber auch über die Kompaktstudiengänge Rohstoffe und Infrastruktur fortgesetzt, in denen ebenfalls schon mehrere hundert Personen geschult worden sind.

Die EBS Universität für Wirtschaft und Recht betreibt seit den 1980er Jahren intensiv auch die Erwachsenenweiterbildung und kann sich daher mit den Zielen des BAI absolut identifizieren. Denn Bildung und Kompetenz sind wichtige Elemente, um den Bekanntheitsgrad alternativer Anlagestrategien und -klassen in der Öffentlichkeit zu verbessern, Investoren und Anbietern auf Augenhöhe zusammenzubringen und die wissenschaftliche Forschung im Bereich der Alternative Investments zu fördern.

Es war und ist mir deshalb auch eine Ehre als Mitglied des Vorstandes des BAI den BAI Wissenschaftspreis zu begleiten. 2010 initiiert, hat sich der BAI Wissenschaftspreis zu einer festen Größe für Studierende und Wissenschaftler etabliert. Der BAI fördert wissenschaftliche Arbeiten im Bereich der

Alternative Investments und vergibt Preise für hervorragende Arbeiten in diversen Kategorien. Ein unabhängiges Gremium von Wissenschaftlern und erfahrenen Praktikern wählt als Jury die jeweiligen Gewinner aus.

Der BAI hat sich so auch im Bereich Öffentlichkeitsarbeit und wissenschaftliches Engagement erfolgreich positioniert, denn dass das Thema Alternative Investments und deren Bedeutung für Investoren und Asset Manager hat in den Jahren seit Gründung zugenommen und wird weiter wachsen. Entsprechend ist die Resonanz auf den BAI-Wissenschaftspreis kontinuierlich gestiegen. Seit vielen Jahren widmen sich auf der wissenschaftlichen Seite immer mehr Studenten, Doktoranden und andere Wissenschaftler dem Gebiet der Alternative Investments durch intensive Forschungsarbeit.

Seit 2010 wurden insgesamt 193 Arbeiten eingereicht und der BAI dankt allen Preisträgern und den Gremiumsmitgliedern, ohne deren Mithilfe die Realisierung dieses Preises nicht möglich wäre.

Nach 25 Jahren erfolgreicher Arbeit gilt es aber auch in die Zukunft zu schauen. In sich immer schneller wandelnden Märkten und einer „VUCA“-Welt voll Volatilität, Unsicherheit, Komplexität und Mehrdeutigkeit ist die strukturierte, fundierte und vorausschauende Arbeit und Interessenvertretung elementar. Die Geschäftsstelle des BAI, aber auch die verschiedenen Arbeitsgruppen und das Engagement aller Mitgliedsunternehmen sind Treiber und Garant für den Erfolg sowie Impulsgeber für die weitere Fortentwicklung der Alternative Investment-Branche in Deutschland. Auf die nächsten 25 Jahre!

Mit besten Grüßen

Ihr

Rolf Tilmes

KONTAKT

Prof. Dr. Rolf Tilmes

Rolf.Tilmes@ebs.edu

25 Jahre BAI und Alternative Assets – wie geht es weiter?

SEHR GEEHRTE DAMEN UND HERREN, LIEBE MITGLIEDER DES BAI,

25 Jahre BAI kann man cum grano salis gleichsetzen mit 25 Jahre Entwicklungsgeschichte von Alternative Assets in Deutschland und seinen Nachbarländern. Es waren die 90er Jahre als Private Equity und Hedge-Fonds zu geläufigen Begriffen hierzulande wurden. Und in den Folgejahren hat sich diese Branche rasant entwickelt – und mit ihr auch die regulatorischen Debatten und Aktivitäten rund um sie herum.

Somit ist ein solches Jubiläum ein guter Zeitpunkt kurz innezuhalten, die Vergangenheit Revue passieren zu lassen und sich die Frage zu stellen, was uns möglicherweise in den nächsten 25 Jahren erwarten wird.

Ich beginne mit einem kurzen Blick in die Vergangenheit, wobei ich vorausschicken möchte, dass es angesichts der Heterogenität dieser Assetklasse kaum möglich ist, sich auf wenige Entwicklungspfade zu konzentrieren. Daher werde ich im Folgenden meinen Ausführungen vor allem zwei Gruppen von Alternative Assets, nämlich Private Equity (einschließlich Venture Capital) und Hedge-Fonds zugrunde legen. Für beide Anlageklassen kann man ein starkes Wachstum über die letzten beiden Dekaden feststellen. Nach einer Studie von

Bain hat sich das weltweit verwaltete Vermögen von Private-Equity-Gesellschaften seit dem Jahr 2000 von rund 400 Mrd. auf über 4 Bn. US-Dollar verzehnfacht. Für Hedge Funds bewegt sich das in einer vergleichbaren Größenordnung. Das hört sich in jedem Fall nach einer Erfolgsgeschichte an, zumal dann, wenn man bedenkt, dass sich im gleichen Zeitraum die weltweite Börsenkapitalisierung von rund 30 auf etwas über 90 Bn. US-Dollar verdreifacht hat. Allerdings gibt es auch im Liquid-Assets-Bereich ähnliche oder sogar noch beeindruckendere Erfolgsgeschichten. Dies gilt zuallererst für ETFs, welche im gleichen Zeitraum ein noch deutlich höheres Wachstum aufwiesen und die mittlerweile weltweit mehr als 10 Bn. US-Dollar verwalten.

Die Erfolgsgeschichte von Private Equity in den vergangenen zwei bis drei Jahrzehnten hat sicherlich fundamentale ökonomische Gründe, die zunächst mit der tatsächlichen Kapitalmarktentwicklung in dieser Zeit nur am Rande zu tun haben. Spätestens mit dem berühmt gewordenen Aufsatz von Michael Jensen im Jahr 1993, „The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems“,

Journal of Finance, wurden die Schwächen in der Governance von börsennotierten Unternehmen mit atomistischer Eigentümerstruktur offengelegt. Und einen 1989 in der Harvard Business Review erschienenen Aufsatz hat er bezeichnenderweise den Titel „The Eclipse of the Public Corporation“ gegeben. Es war die Prophezeiung eines Trends, der sich spätestens seit den 2000er-Jahren auch eingestellt hat. Und daran hat Private Equity seinen Beitrag.

Gleichzeitig ist die Branche durch die Kapitalmarktentwicklungen begünstigt worden. Dies gilt insbesondere wegen einer lange anhaltenden Niedrigzinsphase. Und davon haben bei Weitem nicht nur Leverage-getriebene Buyout-Fonds, sondern auch Venture-Capital-Fonds profitiert. Außerdem haben restriktivere regulatorische Vorgaben bei Kapitalsammelstellen, z. B. durch Jahrhundertprojekte wie Solvency II, in gewissen Grenzen zu einer Präferenz für Kapitalanlagen in illiquiden Vermögensklassen geführt.

Es ist natürlich äußerst schwierig eine Aussage über den gesamtwirtschaftlichen Beitrag von Private Equity über den hier umspannten Zeitrahmen zu treffen. Dazu hat es



Prof. Dr. Christoph Kaserer

zahlreiche Debatten gegeben. Man denke etwa an die auf den Heuschreckenvorwurf folgende Debatte, ob, und falls ja, in welchem Umfang Private Equity Arbeitsplätze schafft. Ich denke allerdings, dass man sich aus heutiger Sicht möglicherweise darauf einigen wird können, dass Private Equity einschließlich Venture Capital einen positiven Beitrag zum Wachstum und zur Modernisierung unserer Volkswirtschaft geleistet hat. Wie groß dieser Beitrag war, darüber lässt sich sicherlich streiten. Für einen solchen positiven Beitrag spricht auch der Umstand, dass die Performanceuntersuchungen bei allen methodischen und empirischen Schwierigkeiten, die gerade bei Private Equity damit verbunden sind, zwar hinsichtlich der Frage, ob es eine dauerhafte Outperformance von Private Equity gab, auseinandergehen, eine Underperformance wird in der Regel aber nicht postuliert.

Bei den Hedge-Fonds scheint mir die Gemengelage etwas anders zu sein. Zwar war das Wachstum dieser Branche durchaus vergleichbar mit jenem von Private Equity, die zugrunde liegende ökonomische Logik ist aber weniger klar. Bei aktivistischen Fonds gibt es hinsichtlich der ökonomischen Logik eine große Nähe zu Private Equity insoweit, als eine mangelhafte interne Governance der Unternehmen die

Ursache für Wertsteigerungspotenziale darstellt. Aber insgesamt umfassen Hedge-Fonds ein sehr viel breiteres Spektrum an Anlagestrategien und sind somit eine sehr viel heterogenere Gruppe. Wollte man den kleinsten gemeinsamen Nenner dieser Anlagestrategien irgendwie umschreiben, dann könnte man vielleicht sagen, dass es um die Ausbeutung von Marktineffizienzen oder die Hebelung von Spezialisierungsvorteilen – häufig auf der Grundlage quantitativer Ansätze – geht.

Sieht man vom Spezialfall der aktivistischen Fonds ab, so wurde das Wachstum dieser Branche einerseits durch die rasante technologische Entwicklung, man denke etwa nur an das High-Frequency-Trading oder an algorithmische Handelsstrategien, der letzten beiden Jahrzehnte getrieben. Andererseits haben sicherlich auch Hedge-Fonds von der Niedrigzinsphase profitiert.

Da Hedge-Fonds in liquide Assets investieren, lässt sich deren Performance deutlich einfacher messen als es bei Private Equity der Falls ist. Und nicht zuletzt angetrieben durch eine öffentlichkeitswirksame Wette von Warren Buffett gegen Hedge-Fonds gibt es durchaus eine Debatte darüber, ob sie gegenüber klassischen Kapitalmarktanlagen eine hinreichende Outperformance erzielen, um ihre relativ hohen

Verwaltungsgebühren zu rechtfertigen. Dennoch deutet aber das starke Wachstum der Branche darauf hin, dass sie zumindest im Durchschnitt eine wichtige ökonomische Funktion erfüllen.

Wie könnte es nun in den nächsten zwanzig Jahren weitergehen? Wenngleich niemand die Zukunft vorhersagen kann, kann man sich zumindest die Frage stellen, wie bestimmte fundamentale Trends, die man an den Märkten heute beobachten kann, sich auf Alternative-Asset-Manager auswirken werden. Aus meiner Sicht sind in diesem Zusammenhang vor allem die folgenden sechs Entwicklungen zu nennen, von denen drei unsere Volkswirtschaften im Allgemeinen, und drei die Finanzmärkte im Besonderen betreffen.

Erstens: der große Globalisierungsschub ist vermutlich zu einem Ende gekommen. Angesichts der Erfahrungen aus der Coronapandemie, aber noch mehr wegen der aktuellen geopolitischen Auseinandersetzungen, ist auf absehbare Zeit eher mit einer De-Globalisierung zu rechnen. Zweitens wird die Dekarbonisierung der Weltwirtschaft einen erheblichen

Teil der zur Verfügung stehenden Investitionsmittel absorbieren. Drittens schreitet die durch Digitalisierung und Automatisierung getriebene technologische Entwicklung unvermindert voran.

Soweit man den Blick stärker auf die Kapitalmärkte richtet, scheint mir viertens der Trend einer wachsenden Bedeutung von institutionellen Investoren ungebrochen – und durch den Aufstieg der ETFs sogar beschleunigt worden – zu sein. Fünftens könnte auch die Niedrigzinsphase an ihr Ende gekommen sein, wobei derzeit unklar ist, ob neben den Nominalzinsen auch die Realzinsen wieder steigen werden. Und sechstens wird sich das Problem alternder Gesellschaften zumindest in Europa insofern verändern, als dass die Babyboom-Generation in den nächsten Jahren in die Rentenphase eintreten wird.

Die Implikationen für die Kapitalmärkte sind natürlich vielfältig, weshalb es den Rahmen eines solchen Grußwortes sprengen würde, wollte man diese hier im Einzelnen diskutieren. Soweit es die Private-Equity- und Hedge-Fonds-Industrie betrifft, lassen sich aber in aller Vorsicht einige Tendenzen herausarbeiten. Erstens wird die Anpassung der

globalen Lieferketten zu einem erheblichen Restrukturierungs- und Investitionsbedarf bei global tätigen Unternehmen führen. In ähnlicher Weise wie Private Equity den Globalisierungsprozess unterstützt hat, werden insbesondere die mittelständischen Unternehmen jetzt Partner brauchen, die ihnen bei der Neuausrichtung ihrer Lieferketten – und damit auch ihrer Produktionsprozesse – helfen. Dies gilt umso mehr, als die Verlagerung oder gar Repatriierung von Lieferketten mit einem Automatisierungsschub – und einem damit verbundenen Investitionsschub – einhergehen wird.

Gleichzeitig zu dieser Entwicklung sieht man bereits heute einen großen Bedarf an Infrastrukturinvestitionen, insbesondere im Zusammenhang mit der Dekarbonisierung. Hier müssen enorme Investitionsmittel zur Verfügung gestellt werden, die zwar zu einem erheblichen Teil über die Fremdkapitalseite aufgebracht werden können. Dennoch wird es einen steigenden Bedarf an Eigenkapitalfinanzierungen geben, die dann entweder von den organisierten Kapitalmärkten oder aber von Private-Equity-ähnlichen Infrastrukturfonds zur Verfügung gestellt werden. Insofern ist es naheliegend anzunehmen, dass sich in den beiden genannten Bereichen erhebliche Wachstumsmöglichkeiten für Private-Equity-Gesellschaften bieten werden.

Zweitens wird der vermutlich nicht nur vorübergehende Zinsanstieg Cashflow-Management und Optimierung der Kapitalstruktur wieder stärker in den Vordergrund der Unternehmen rücken. Auch hier verfügen Private-Equity-Gesellschaften über langjähriges Know-How. Drittens könnte sich der Fokus der Branche, der sich in den letzten Jahren in beachtenswerter Weise in Richtung Venture Capital verschoben hat, wieder etwas mehr in die andere Richtung bewegen. Jedenfalls werden sehr langfristig orientierte Geschäftsmodelle in einer Welt steigender Zinsen weniger attraktiv werden oder sie müssen ihre Attraktivität noch stärker aus einem technologischen Innovationsversprechen heraus begründen.

Für Hedge-Fonds sind die Implikationen aus den oben genannten Trends etwas weniger klar. Sicherlich werden bestimmte Anlagestrategien, man denke etwa an Absolute-Return-Strategien, in einem steigenden Zinsumfeld tendenziell an Attraktivität verlieren. Gleichzeitig könnten neuere Entwicklungen in der Digitalisierung zu interessanten Anwendungen im Bereich quantitativer oder kundenmaßgeschneiderter Anlagestrategien führen. Von besonderer

Bedeutung scheint mir aber der starke Trend zu passiven Investitionsvehikeln zu sein. Zwar wird dieser Trend irgendwann an natürliche Grenzen stoßen, aber davon sind wir noch ein ganzes Stück entfernt. Dort wo sich aber ein immer größerer Teil des Anlagekapitals bei Governance-Aktivitäten zurückhält, werden sich neue Aktionsfelder für aktivistische Investoren ergeben. Und man kann das ganze Argument sogar noch etwas grundsätzlicher machen. Denn passive Investoren haben nicht nur wenig Anreize Unternehmenskontrolle zu betreiben, sie haben insgesamt wenig Anreize Ressourcen in Informationsverarbeitung zu investieren. Darunter wird tendenziell die Preisfindung an den Kapitalmärkten leiden, was sich spezialisierte Investoren wie Hedge-Fonds wiederum zunutze machen können.

Natürlich darf man nicht vergessen, dass sich mit dem Trend zu passiven Anlagevehikeln auch die Gebührenstruktur stark verändert hat. Insofern stehen natürlich Private-Equity- und Hedge-Fonds-Gesellschaften bereits heute unter einem stärkeren Druck, ihre hohen Gebühren zu rechtfertigen. Da über dieses Thema allerdings schon seit vielen Jahren gesprochen wird, wage ich keine Prognose darüber, ob sich an dieser Front etwas ändern wird.

Insgesamt zeigen diese Überlegungen, dass die industrialisierte Welt, und mit ihr die internationalen Kapitalmärkte, vor großen Herausforderungen steht. Und es ist keineswegs absehbar, wie gut man diese, insbesondere in der kurzen Frist, meistern wird. Gleichzeitig zeigen die obigen Überlegungen aber auch, dass die ökonomische Funktion, die einst zu der Entstehung von Alternative-Asset-Managern geführt hat, keineswegs obsolet geworden ist. Im Gegenteil: für Private Equity liegt der ökonomische Beitrag, den man auch in Zukunft leisten können, auf der Hand. Und für Hedge Fonds wird es auch weiterhin Felder geben, in denen ihre Spezialisierungsvorteile gefragt sein werden. In manchen Bereichen ist sogar absehbar, dass das noch mehr der Fall sein wird als in der Vergangenheit. Insoweit werden auch die nächsten 25 Jahre spannend bleiben.

Herzliche Grüße

Ihr

Christoph Kaserer

KONTAKT

Technische Universität München
Lehrstuhl für FinanzManagement
und Kapitalmärkte

Univ.-Prof. Dr. Christoph Kaserer
Arcisstraße 21
80290 München
Tel.: + 49 89 289-25489
Fax: + 49 89 289-25488
christoph.kaserer@tum.de

BAI statt Burger!

SEHR GEEHRTE DAMEN UND HERREN, LIEBE MITGLIEDER DES BAI,

so wie der BAI in den 25 Jahren seiner Existenz die Alternative Investments Industrie in Deutschland maßgeblich geprägt hat, so hat er auch mein eigenes (Berufs-)leben geprägt. Zeit für eine kleine Zeitreise.

Nicht ganz 25 Jahre aber fast. Ich war noch jung und brauchte das Geld – Geld, um mein Studium an der Universität Bonn zu finanzieren. Ein Kommilitone hat gerade bei einer bekannten Burger-Kette angefangen und bot mir an, dort nach einer Stelle für mich zu fragen. Nicht, das ich mir zu schade gewesen wäre Burger zu wenden, aber meine Idealvorstellung war ein Studentenjob, mit dem ich nicht nur Geld verdienen, sondern mir zugleich „Finanzwissen“ aneignen konnte. Nicht ganz einfach in einer Stadt, die nicht gerade als Finanzmetropole bekannt ist. Online-Stellenbörsen gab es noch nicht (oder nur äußerst rudimentäre) und so blieb im Grunde nur der Blick in die Stellenanzeigen der regionalen Zeitung. Und da fand ich sie, eine Anzeige für eine studentische Hilfskraft der „Gemfa“. Das Kürzel stand für „German Derivative Investments & Funds Association“, dem Gründungsnamen des heutigen BAI und meines dann damals ersten Arbeitgebers (Banklehre mal außen vor).

Wie der Name vermuten lässt, ging es damals vorrangig um Derviate-Fonds, Managed Futures, CTAs etc. – von Private Markets noch kaum eine Spur. Die Mitgliederzahl lag unter 30 und die „Geschäftsstelle“ war ein kleiner Raum innerhalb einer Anwaltskanzlei. Dort gab es den Vorstandsvorsitzenden, eine Anwaltsgehilfin, die sich Teilzeit um das Rechnungswesen und die Korrespondenz des Verbandes kümmerte und mich – zumindest an den Tagen, an denen ich nicht studierte. Für mich war diese Stelle ein großes Geschenk, nicht nur weil ich große Freiheiten in der Umsetzung meiner Arbeit hatte, enorm viel lernen und ein erstes Netzwerk knüpfen konnte, sondern auch, weil es meine Leidenschaft für Alternative Investments entfacht hat und ich damit meine berufliche Fügung gefunden habe. Später durfte ich den BAI sogar hauptberuflich als Leiter der Geschäftsstelle begleiten, danach 12 Jahre als Vorstand.

Natürlich ist der BAI heute ein ganz anderes „Kaliber“ als zu Anbeginn. Aber eines ist gleich geblieben: mit den überschaubaren verfügbaren Ressourcen wurde immer enorm viel geleistet und bewegt. Unzählige Male in all den Jahren bin ich auf Erstaunen gestoßen, wenn Marktteilnehmer erfahren haben, über wie wenig Personal der BAI gegenüber vielen

anderen Branchenverbänden verfügt. Das in der Außenwirkung dennoch so viel erreicht werden konnte, also quasi „der Schlüssel des Erfolges“, liegt in meinen Augen in der großen Leidenschaft aller Beteiligten – allen voran natürlich bei den Kolleginnen und Kollegen in der Geschäftsstelle. Aber ein Verband dieser Größe braucht auch einen aktiven Vorstand sowie Mitglieder, die sich rege in die Verbandsarbeit einbringen. Das dies nicht immer ganz trivial und zu jeder Zeit gleichermaßen gegeben ist, mag auch einen Außenstehenden kaum verwundern. Oft übersehen wird dabei jedoch, was es der Belegschaft zu gewissen Zeiten abverlangt. Ich möchte daher ein ganz großes Lob und Dank an die Kolleginnen und Kollegen der Geschäftsstelle aussprechen, die auch unter den phasenweise nicht ganz einfachen Umständen eine ausgeprägte Resilienz gezeigt, großartige Arbeit geleistet und damit ganz wesentlich zum Erfolg und der heutigen Position des BAI beigetragen haben.

Der BAI ist nach 25 Jahren so stark wie noch nie zuvor und das, aus meiner Sicht, von jedweder Perspektive: Die Geschäftsstelle verfügt über eine starke Führung, eine enorme Kompetenz in den wichtigen Verbandsbereichen Recht und Markt sowie einem sehr professionellen Veranstaltungsteam.



Rolf Dreiseidler
ehemaliges BAI-Vorstandsmitglied
(2010 – 2022) und Managing Partner bei
POLARIS Investment Advisory AG

GRUSSWORT – ROLF DREISEIDLER

Der Vorstand ist – nun auch mit einem Institutionellen Investor – diversifizierter denn je, die Mitgliederzahl jagt von einem Rekord zum nächsten und all dies wird getragen von einem enormen „Rückenwind“ für Alternative Investments, der keine Anzeichen zeigt abzuebben. Auch wenn die Luft in größerer Höhe bekanntlich dünner wird, ist das „Ende der Fahnenstange“ damit nach m.E. noch lange nicht in Sicht.

In diesem Sinne gratuliere ich dem BAI herzlich zu seinem 25-jährigen Bestehen, danke all denen, die an diesem Erfolg mitgewirkt haben und wünsche viele weitere Erfolge für die Zukunft.

Beste Grüße

Ihr

Rolf Dreiseidler

PS: Übrigens, mein Stundenlohn wäre bei der Burger-Kette höher gewesen. Vielleicht werde ich es bei meinen Kindern als Beispiel dafür nehmen, dass kurzfristige Gewinnmaximierung oftmals nicht zum besten Ergebnis führt ... vielleicht lasse ich sie aber ihre eigenen Erfahrungen machen.

KONTAKT

Rolf Dreiseidler

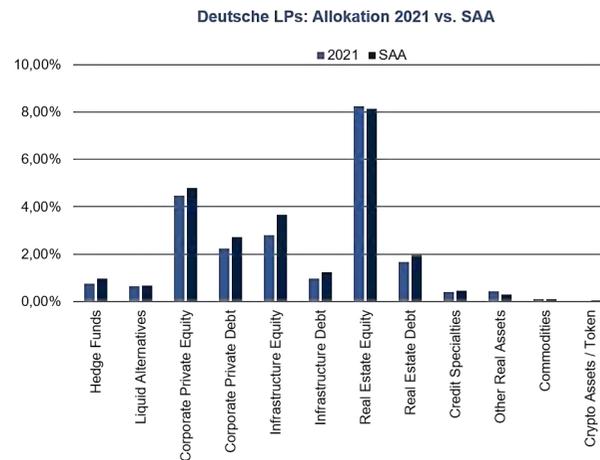
rolf.dreiseidler@polaris-investments.ch

Alternative Investments in Deutschland – eine kurze, 25-jährige Zeitreise

Alternative Investments haben sich zu einem unverzichtbaren Bestandteil der Kapitalanlage bei institutionellen Investoren wie Versicherungsgesellschaften, Pensionskassen, Versorgungswerken, Corporates, Family Offices und weiteren Investoren entwickelt. Rund 550 Investoren und 1.000 ansässige aktive Fondsmanager zählt die deutsche Alternative-Investment-Landschaft heutzutage laut Datenprovider Preqin. Alleine in den Jahren zwischen 2016 und 2021 wurden in Deutschland weit über 7.000 Privatkapitaltransaktionen durchgeführt. Der Weg zu dieser Erfolgsgeschichte, den der BAI seit nunmehr 25 Jahren in Deutschland, Österreich und der Schweiz kontinuierlich begleitet, war für die Branche jedoch weit, durch die Finanzkrise 2008/2009 erheblich beeinflusst und mit zahlreichen Hürden versehen.

In seinen Anfängen hat sich der BAI zunächst als Derivate- und dann als Hedgefonds-Verband positioniert und begleitete bereits 2003 das Investmentgesetz zur Regelung von Alternative Investments und insbesondere von **Hedgefonds** in Deutschland und erwirkte in diversen Eingaben zu den Rohentwürfen des Einführungsschreibens zum Investmentsteuergesetz Erleichterungen. International investierten institutionelle Investoren bereits gegen Ende der 90er-Jahre flächendeckend in Hedgefonds. Trotz deren unbestrittenen, positiven Effekte auf traditionelle Anlegerportfolios waren und sind auch heute deutsche institutionelle Investoren weniger

Hedgefonds-affin ausgerichtet. Im Schnitt aller Investoren ist die Hedgefonds-Quote nie signifikant über 1 Prozent der Gesamtallokation gestiegen. Dieses Bild zeichnet der BAI Investor Survey bis heute. Obwohl Hedgefonds in ihrer Anlagepolitik flexibel sind, schreckte die vergleichbar strenge deutsche Aufsicht samt steuerlicher Rahmenbedingungen potenzielle Fondsinvestoren von Beginn an ab. Auch die Finanzkrise trug nicht zum Aufstieg der Hedgefonds in Deutschland bei, bestehende Hedgefonds-Portfolios wurden in erheblichem Maß aufgelöst.



Quelle: BAI Investor Survey 2021

In den Folgejahren richtete sich der Fokus auf transparentere, stärker regulierte Produkte. Es begann der Aufstieg der **Liquid Alternatives**. Die UCITS-III-Reform und die Eligible-Assets-Richtlinie ermöglichten die Umsetzung liquider alternativer Anlagestrategien mit Hedgefonds-Charakter. DACH-Investoren haben in den Folgejahren Liquid Alternatives zu einem gewissen Erfolg am deutschen Markt geführt, wenn auch unter erheblichen Schwankungen. Heute sind in Deutschland über 700 UCITS-konforme Absolute- und Alternative-Return-Fonds zum Vertrieb zugelassen mit einem Marktvolumen in Höhe von 260 Mrd. Euro.

Für Investoren und Produkthanbieter erzielte der Vorgänger der Alternative Investment Conference (AIC) des BAI, die „Super Hedge“ sowie das „Forum Alternative Investments“, erhebliche Erfolge und verstärkte schon bald den Fokus der Verbandsarbeit über Hedgefonds und Liquid Alternatives hinaus auf das gesamte Spektrum der Alternative Investments, insbesondere Private-Markets-Anlagen. Die Ablösung der Super Hedge durch die breiter aufgestellte AIC trug ab 2008 den Wünschen der Investoren Rechnung. Der BAI positionierte sich zunehmend als Katalysator zwischen professionellen deutschen Investoren und anerkannten Anbietern von Alternative-Investment-Produkten, aus dem In- und Ausland. Bekräftigt wurde dies im Jahr 2009 mit dem Start der Veranstaltungsserie BAI



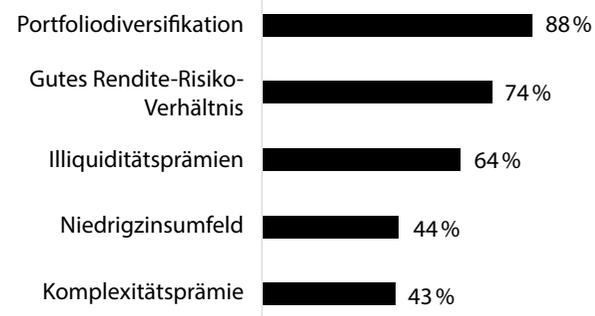
Andreas Kalusche
BAI Vorstand & CEO Prime Capital

Insights, auf der bis heute aktuelle, relevante Marktthemen mit Investoren und BAI-Mitgliedsunternehmen sehr regelmäßig vorgestellt und diskutiert werden. Die Gründung des BAI-Investorenbeirats war ein weiterer wichtiger Schritt in Richtung praxisbezogener, explizit auf Investoren ausgerichtete Verbandsarbeiten. Der Beirat wirbt bis heute für ständige Verbesserungen bezüglich Marktintegrität, Transparenz und Governance der Branche und stellt eine institutionalisierte Plattform für den Dialog im Verband mit Investoren und der Investoren untereinander dar. Auch die später lancierte, jährliche BAI Investor Survey Reihe, die mittlerweile die Benchmark für das institutionelle Anlageverhalten in Alternative Investments in Deutschland darstellt, hat entscheidend zur weiteren Verzahnung des BAI mit deutschen institutionellen Investoren beigetragen. Spätestens die Finanzkrise und das seitdem vorherrschende Marktumfeld haben aufgezeigt, dass eine reine Portfoliodiversifizierung über Aktien, Anleihen und Cash nicht mehr ausreichend ist. Die sich nach der Finanzkrise dynamischer entwickelnden Private Markets in Europa bieten erhebliches Diversifizierungs- und Renditepotenzial. Hinzu kommt das nun bereits seit vielen Jahren andauernde Niedrigzinsumfeld, welches die Renditen der Portfolien erheblich belastet. Institutionelle Investoren haben so zum Beispiel zunehmend Probleme, ihren Verpflichtungen in Form von Garantiezinssätzen nachzukommen. Dement-

sprechend erfolgte in den letzten fünfzehn Jahren konsequent die Besetzung unterschiedlicher Asset- und Strategiethemen, die das Alternative-Investment-Spektrum ausmachen und die bis heute das produkt- und assetklassenübergreifende Alleinstellungsmerkmal des BAI sind.

Die frühzeitige stärkere Ausrichtung des Verbandes auf Private Markets stellt sich spätestens heute als absolut wichtiger Schritt heraus. Als erstes wurde die Asset Klasse **Private Equity** besetzt (inklusive Begleitung einschlägiger Gesetzgebungsverfahren), welche schon in Kürze eine Allokation von 5 Prozent des durchschnittlichen deutschen Investorenportfolios einnehmen wird.

LPs: Gründe für Alternative Investments



Quelle: BAI Investor Survey 2021

Tatsächlich ist der Private-Equity-Markt in Europas größter Volkswirtschaft kleiner als bei den Nachbarn in Frankreich oder Großbritannien; dies bedeutet jedoch auch, dass Deutschland noch enormes Potenzial hat. Wachsende Dry-Powder-Bestände deutscher Fondsmanager lassen zumindest erahnen, dass der Boom im Buyout-Bereich und anderen Strategien anhält. Der deutsche Mittelstand und insbesondere der Technologiesektor sind angesichts der wirtschaftlichen Langzeitauswirkungen der Corona-Krise, des Krieges in der Ukraine und weiteren sich allenfalls verstärkenden geopolitischen Auswüchsen auf die Unterstützung und Finanzierung der Private-Equity-Branche angewiesen.

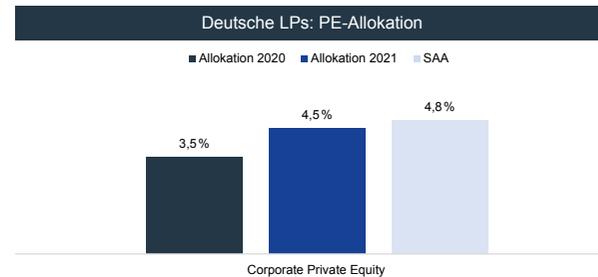
Auf die Besetzung der Assetklasse Private Equity folgte kurze Zeit später das Anlagesegment **Infrastruktur**, und auch hier setzte der BAI u. a. mit dem ersten Due Diligence Questionnaire für Infrastrukturinvestments im Jahr 2012 Maßstäbe. Ein wichtiger Meilenstein für Investitionen in Alternative Investments war das Inkrafttreten der geänderten Delegierten-Verordnung zu Solvency II und damit eine Erleichterung der Investition in „qualifizierte Infrastruktur“. Ein verbessertes Gesamtpaket für hiesige Investoren und Fondsmanager machte sich schnell am Markt bemerkbar, sodass Infrastruktur heute schätzungsweise ein Drittel des durch in Deutschland ansässige private Kapitalfonds aufgebrauchten Gesamtkapitals ausmacht.



Matthias Erb
BAI Vorstand & Partner StepStone

Ebenfalls sehr zielgerichtet hat der BAI bereits vor Jahren das Thema **Private Debt** besetzt, den regulatorischen Wandel für Darlehensfonds in Deutschland mit angestoßen und damit nachdrücklich vorangetrieben. 2015 liberalisierte die BaFin schlussendlich nach langem Einwirken des BAI ihre Verwaltungspraxis zu Kreditfonds und ermöglichte die Auflage hierzulande. Auch marktseitig hat sich der BAI die Aufgabe gesetzt, das Thema Private Debt gründlich zu beleuchten und besonders die Entwicklung am deutschen Markt für Corporate Private Debt zu begleiten. Hierzu hat der BAI im Frühjahr 2019 eine Studie zum Thema „Unternehmenskreditfinanzierungen von Nicht-Banken in Deutschland“ veröffentlicht. Das Ziel der Studie bestand in der Identifikation der wesentlichen Markttreiber für Corporate Private Debt in Deutschland sowie einer Analyse der verschiedenen Perspektiven von Kreditnehmern, Kreditgebern und Asset Managern. Der Corporate-Private-Debt-Markt steht wie kein Zweiter für das aktuelle boomende Jahrzehnt der Private Markets. Mit Blick auf Middle Market Lending in Deutschland konnten laut MidCap Monitor von Houlihan Lokey im Jahr 2021 insgesamt 161 Transaktionen abgeschlossen werden, ein Rekord für vor allem von Private-Equity-Firmen gesponserten Deals. Zwei Drittel der deutschen Investoren haben bereits Exposure zu dieser Asset Klasse und werden es in den kommenden Jahren strategisch auf durchschnittlich 2,7 Prozent ihrer Allokation

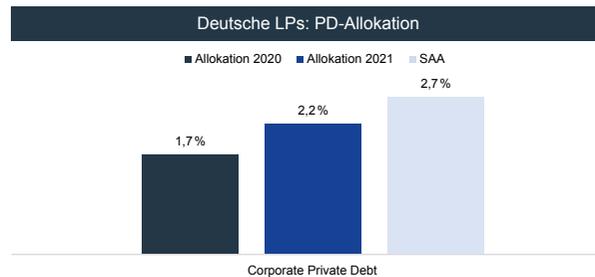
ausweiten. Auch eine bevorstehende Zinswende dürfte die Pläne der Investoren nicht ins Wanken bringen, denn im Gegensatz zu den allermeisten traditionellen liquiden Anlagen in festverzinslichen Wertpapieren ist Corporate Private Debt zumeist variabel verzinst und mitigiert damit die heutige Inflation und zukünftig erwartete Zinssteigerungen.



Quelle: BAI Investor Survey 2021

Die vergangenen 25 Jahre haben eines mit Sicherheit gezeigt: Der Markt für Alternative Investments ist in ständiger Bewegung. Assetklassen, Strategien und Zugangswege entwickeln sich kontinuierlich weiter. Investoren passen sich an das dynamische Marktumfeld an, der Erfahrungsschatz nimmt zu und ein kontinuierliches organisches Wachstum ist nachdrücklich zu beobachten. Entsprechend wollen Investo-

ren neue Renditequellen erschließen und vor allem über die gesamte Kapitalstruktur hinweg diversifiziert allokierten, was dazu führt, dass auch Assetklassen, die grundsätzlich als traditionell betrachtet wurden, neu vermessen werden. Vor diesem Hintergrund lag es dem BAI Ende 2020 auf der Hand, die im institutionellen Portfolio ohnehin stark vertretene Assetklasse **Real Estate** zu besetzen. Für den Verband liegt der Fokus auf den Real Estate Private Markets, die mit einer Informationsbroschüre im Jahr 2021 systematisch beleuchtet wurden. Die große Zustimmung unserer Mitgliedsunternehmen, die zahlreich auf den Private Real Estate Märkten aktiv sind, bestätigt uns, unsere strategische Assetklassen-Erweiterung fortzuführen. Auch das BAI-Investorennetzwerk können wir damit in der zukunftsweisenden Neuausrichtung der Portfolios besser unterstützen. Gaben Investoren doch jüngst im Investor Survey ein deutliches Signal: die strategische Private Real Estate Allokation soll systematisch ausgebaut werden, und das nicht nur auf der Equity-Seite. Aufsichtsrechtliche Immobilienquoten und Solvenzkapitalpuffer deckeln das Equity-Exposure vieler Investoren, sodass Real Estate Debt Investments an Attraktivität gewinnen. Es überrascht daher nicht, dass die Real Estate Debt Quote in den institutionellen Portfolios in den letzten Jahren stark gewachsen ist und laut Investorenaussagen auf durchschnittlich 2 Prozent des Gesamtportfolios ansteigen soll.



Quelle: BAI Investor Survey 2021

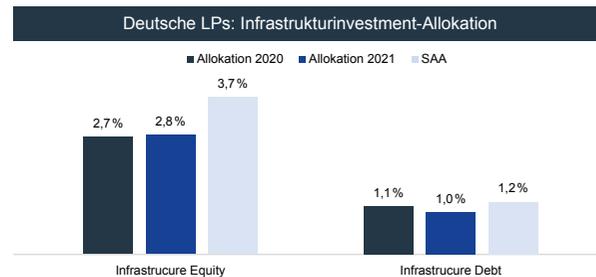
Insgesamt lässt sich festhalten, dass sich der Markt für Alternative Investment sowohl in der Breite wie auch in der Tiefe weiter entwickelt hat und von vielen Investoren in der DACH-Region integraler Bestandteil der strategischen Asset-Allokation geworden ist. Spezial- und Nischenthemen finden dabei immer mehr an Beachtung. So verfolgt und kommentiert auch der BAI vermehrt Themen wie Specialities, Krypto und diverse Asset-Backed-Kapitalanlagen.

Sowohl die Investitionsergebnisse der letzten Jahre, auch während der Pandemie, als auch in die Zukunft blickend beurteilen wir die fünf Haupt-Assetklassen im Alternative Investment Bereich trotz teilweiser unterschiedlichen Treibern und Voraussetzungen durchweg positiv:

(Corporate) Private Equity erwirtschaftete die letzten fünf Jahre im Durchschnitt einen Net IRR von beinahe 20 Prozent und hat auch im Jahr 2021 insbesondere als Folge des boomenden Merger & Acquisition Marktes und den günstigen Finanzierungsmöglichkeiten weitere Rekorde gebrochen mit immer größeren und auch mehr Transaktionen (im 2021 global fast 6000 an der Zahl, was rund 70 Prozent mehr als vor der Pandemie darstellt). Mit einem Dry Powder von über einer Billion US-Dollar weltweit besteht weiterhin Raum für Wachstum, so zum Beispiel in den Entwicklungsländern und bei Nischenthemen. Obwohl die Bewertungs-Multiples zukünftig etwas unter Druck kommen dürften, bietet nicht zuletzt die negative Realverzinsung weiterhin ein gutes Umfeld für Private Equity, sodass insbesondere der Trend von „Public-to-Private“-Transaktionen kaum gebrochen werden wird, auch wenn die Dispersion der Renditen ganz allgemein etwas größer werden sollte. Das Tempo der Mittelbeschaffung dürfte sich in den kommenden Jahren in einer positiven Weise etwas moderater gestalten, dies trotz des stetigen Anstiegs der privaten Marktteilnehmer auf der Investorenseite. Private Equity hat sich fraglos zu einem wesentlichen Bestandteil des finanziellen Ökosystems entwickelt.

(Corporate) Private Debt ist sehr gefragt (global 25 Prozent Wachstum in 2020 und knapp 20 Prozent in 2021) und umfasst ein weites Gebiet an unterschiedlichsten Strategien, wobei die vorrangig besicherte Wachstumsfinanzierung für mittelständische Unternehmen dabei zurzeit den mit Abstand größten Anteil ausmacht. Den Investoren dienen diese Instrumente insbesondere als Rentenersatzinvestitionen. Zukünftig dürften komplexere und Nischen-Strategien als auch die bezüglich Bankendisintermediation den USA weit zurückliegenden Märkte in Europa und Asien weiter an Bedeutung gewinnen. Die Eintrittsbarrieren für neue Marktteilnehmer sind jedoch aufgrund der beherrschenden Marktstellung der größten Manager hoch. Das Dry Powder im Corporate-Private-Debt-Bereich beträgt rund ein Viertel desjenigen der sich maßgeblich hiermit finanzierenden Private-Equity-Häuser, was zu einer attraktiven Pipeline führt. Steigende Zinsen und Inflation dürften dem Private-Debt-Bereich auf der einen Seite weiteren Auftrieb geben, auf der anderen Seite muss aufgrund derselben Treiber zukünftig wie in allen Anlageklassen gleichzeitig auch selektiver vorgegangen werden. Private Debt hat sich auch in turbulenten Zeiten als resistente Anlageklasse erwiesen und ist daher ein fester Bestandteil in der Asset Allokation von institutionellen Anlegern geworden.

Infrastruktur ist eine der stark wachsenden Assetklassen und dürfte weitere erhebliche Allokationen in den nächsten Jahren erhalten. Dies haben auch die bereits angesprochenen BAI Surveys der letzten Jahre unterstrichen, mit stetig steigender Allokation. Zudem ist es die EU-Kapitalmarktunion, die den Wunsch hat, Anleger in diesen Markt zu „führen“. Es gibt zahlreiche regulatorische Anreize und Unterstützungen, diese Assetklasse breit zugänglich zu machen. Infrastruktur als Assetklasse bietet die gesamte Kapitalstruktur als Investitionsmöglichkeit an – Senior Debt, Junior Debt, Mezzanine und Equity. Eine Vielzahl von Subsektoren haben sich Investoren in den letzten Jahren erschlossen. Erneuerbare Energie, Dekarbonisierung, Energie Transition und Digitale Infrastruktur als einige wichtige Subkategorien dürften sehr viel Nachfrage von institutionellen Investoren anziehen. Es sind gerade die häufig langen Anlagehorizonte, die diese Investoren zu idealen Partnern von Projektentwicklern machen. Nicht überraschend ist, dass sich verschiedene Investitionswege für Anleger anbieten und auch genutzt werden. Investoren, die erstmals für sich diese Assetklasse entdecken, wählen dabei andere Zugangswege als „regelmäßige“ Investoren. Das gesamte Spektrum steht zur Verfügung: Investitionen über Dachfonds, Multi-Investorenfonds, Managed Accounts, Co-Investments-Vehikel oder umfangreiche Side-Car-Programme.



Quelle: BAI Investor Survey 2021

Immobilien als Eigenkapital-Investments sind einer der Klassiker einer Alternativen-Investment-Allokation. Viele Investoren investieren in diesen Markt seit Jahrzehnten. Neu ist die Auffächerung der Investmentmöglichkeiten – geographisch, nach Sektoren, nach Entwicklungsstadien; sehr unterschiedliche Profile stehen den Investoren zur Verfügung. In einzelnen Segmenten ist zudem eine Überlappung zwischen Infrastruktur und Immobilien festzustellen; genannt seien als Beispiele Data-Zentren, Logistik-Zentren oder soziale Infrastruktur. Investoren tragen diesem „Merger“ der Assetklassen Rechnung, in dem die jeweiligen Investmentteams immer häufiger zusammengelegt werden.

Die oben angesprochenen Immobilienfinanzierungen scheinen ebenfalls eine weiter wachsende Bedeutung in Portfolios von Investoren zu erfahren. Banken, die klassischen Kreditgeber, werden durch den Review von Basel III in ihrer Kreditvergabe weiter eingeschränkt, Entscheidungsprozesse werden komplexer und sind mit dem dynamischen Markt wenig kompatibel. Alternative Kreditgeber können schneller entscheiden, in der Dokumentation flexibler sein und durch zahlreiche Programme auch in erheblichem Volumen Auszahlungen zügig ermöglichen.

Hedgefonds zu guter Letzt spielen insgesamt eine eher untergeordnete Rolle bei hiesigen Investoren, gleich ob als Single-Fonds oder als Dachfonds. Für solche Investoren, die Liquidität schätzen und gleichzeitig alternative Risikoprämien vereinnahmen möchten, bieten Hedgefonds eine Investitionsmöglichkeit, die bei steigenden Zinsen, steigender Volatilität und allgemeiner Unsicherheit an den Kapitalmärkten an Attraktivität gewinnen dürfte. Insgesamt hat die mitunter negative Grundstimmung zu Hedgefonds in den letzten Jahren etwas abgenommen; die Performance hat sich stabilisiert und die Diskussion um hohe Gebühren ist zurückgegangen.

Der BAI wird im Sinne eines eigenen Outlooks in den kommenden Monaten die möglichen Auswirkungen der zur Zeit die Märkte beherrschenden Themen Inflation und monetäre Finanzpolitik auf die verschiedenen Alternative Investment Sub-Assetklassen untersuchen und die Resultate publizieren. All das zeigt, die Erfolgsgeschichte der Alternative Investments, auch in den Private Markets in Deutschland, ist nicht zu Ende geschrieben. Strategien zur Reduzierung des CO₂-Ausstoßes, die voranschreitende Digitalisierung der Infrastruktur und der zunehmende alternative Kapitalbedarf hiesiger Unternehmen lassen uns optimistisch in die Zukunft blicken. Investoren und Produktanbieter werden als wichtige strategische Partner zur erfolgreichen Neugestaltung der Bundesrepublik mehr denn je gebraucht. Für den BAI bleibt deshalb oberste Prämisse, die notwendigen wettbewerbsfähigen Rahmenbedingungen für die Anlage in Alternative Investments weiter zu verbessern, Investoren und Produktanbieter zu vernetzen, den Bekanntheitsgrad alternativer Anlagestrategien in der Öffentlichkeit weiter zu steigern und die Interessen der Branche gegenüber Politik und Regulatoren im Sinne unserer Mitglieder und der Investoren entsprechend zu vertreten.

KONTAKT

Andreas Kalusche

Andreas.Kalusche@primecapital-ag.com

Matthias Erb

Matthias.Erb@stepstonegroup.com

Aktuelle und mögliche zukünftige Herausforderungen im Portfoliomanagement von Pensionskassen

In 2021 hätte sich kaum einer der Investoren nur im Entferntesten vorstellen können, auf welche Inflationsniveaus wir in 2022 kommen werden. Sicherlich gab es den ein oder anderen Volkswirt, der auf die Risiken hingewiesen hat, doch ein Level oberhalb von 7,0% stand bestimmt nicht auf jedermanns Zettel. Zudem belastet der Krieg gegen die Ukraine insbesondere die Versorgungssicherheit, so dass uns aktuell verdeutlicht wird, welche Defizitbedürfnisse uns tagtäglich begegnen. D.h. auch im Umkehrschluss, dass wir den Fokus weniger auf Wachstumsfantasien legen (dürfen).

Das zeigt auch das aktuelle Kapitalmarktumfeld, gekennzeichnet durch fallende Aktien- und Anleihenurse. Als Pensionskassen, mit den Zielen der Bedeckung der passivseitigen Verpflichtungen und dem Ausbau der bilanziellen Risikopuffer, ein Szenario, welches auch klassische Anleihen wieder in den Fokus rückt. Doch stecken wir hier in der kognitiven Dissonanz. Zum einen durch das Verhalten „Ich kaufe lieber risikolose Anleihen. Damit habe ich gute Erfahrungen gesammelt“ und zum anderen durch das Wissen „Wie soll ich die Anleihen erwerben, ohne Verluste bei Reallokationen zu realisieren?“. Zudem regulatorische Herausforderungen, wie z.B. aus dem BaFin-Stresstest, diesen in allen vier Szenarien bei schwindenden stillen Reserven durch den Zinsanstieg zu bestehen.

In der Konsequenz ist eine funktionierendes ALM System der Schlüsselfaktor. Wir stehen jetzt vor der wesentlichen Weichenstellung, Steuerung nach ökonomischen, regulatorischen oder bilanziellen Gesichtspunkten. In diesem Fall gibt es kein schwarz oder weiß, doch vielmehr der Kerngedanke, sich seiner Verpflichtung gegenüber seinen Kunden bewusst zu sein. Im Umkehrschluss ist keine hektische Abkehr des eingeschlagenen Pfades, alternative Anlageklassen aufzubauen, angezeigt, die gerade in inflationären Zeiten relativ stabile Erträge erzielen (bei geringen negativen NAV-Bewegungen).

Seit 2010 zeigt sich unter dem Gesichtspunkt der Sharpe-Ratio Optimierung, dass eine Aufteilung 30:30:40 (Aktien/Renten/Alternatives) langfristig erfolgsversprechend erscheint. Allerdings basieren diese holzschnittartigen Optimierungen auf ex-post Größen und berücksichtigen weder die regulatorischen Anforderungen noch das absolute Gesamtrisiko. Wir stehen wieder einmal mehr vor der Herausforderung, uns die richtigen Fragen zu stellen. Z.B. wie reagieren unsere ALM-Simulationen auf den am Kapitalmarkt sich abzeichnenden Regimewechsel und müssen wir die Risikopräferenzen anderes kalibrieren. Wie legen wir neue Risikoszenarien fest und wie gehen wir in den Verschiebungen der Erwartungswerte und Volatilitäten in der Bestimmung des optimalen Portfolios um. Und wie

implementieren wir das Thema Nachhaltigkeit in unsere Überlegungen unter Berücksichtigung der möglichen Neuausrichtung zur Versorgungssicherheit hinein.

Bleiben wir neugierig und erwarten das Unerwartete, um langfristig unseren Kunden die abgegebenen Versprechungen zu erfüllen.



Christian Chrobok
Leiter Portfoliomanagement
BVV Versicherungsverein des
Bankgewerbes a. G.
c.chrobok@bv.de

Klick and see what happened in ...

DATEN, HIGHLIGHTS UND MEILENSTEINE DER VERBANDSGESCHICHTE

Der BAI dankt den folgenden Mitgliedern und Sponsoren für die Unterstützung dieser Jubiläumsbroschüre



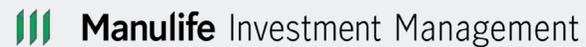
ARDIAN



INVEST
IN 
VISIONS



Lupus alpha



nuveen
A TIAA Company

POELLATH+



Kontinuierlicher Erfolg durch Stabilität und Diversifikation

WACHSTUMSTREIBER IM PRIVATE EQUITY SEKUNDÄRMARKT

Angesichts des derzeit herrschenden volatilen Marktumfelds, induziert unter anderem durch Covid-19, steigende Inflation und den Ukraine Konflikt, sind Anleger und Fondsmanager gleichermaßen auf der Suche nach Stabilität, Diversifikation und Visibilität. Private Equity Secondaries zeichnen sich gerade durch diese Eigenschaften aus und konnten in verschiedenen Marktzyklen attraktive risiko-adjustierte Renditen generieren. Entsprechend haben sich Secondaries in den letzten 10 Jahren von einer Nischenposition zu einer etablierten Anlageklasse mit Transaktionsvolumen von zuletzt 130 Mrd. US-Dollar pro Jahr entwickelt.

Der Begriff Private Equity Secondary umschreibt hierbei den Erwerb von Anteilen an Private Equity Fonds und Assets auf dem Sekundärmarkt. In der Vergangenheit wurde dabei eher von einem „Distressed Seller Markt“ gesprochen, in dem Anleger oftmals aufgrund eines akuten Liquiditätsbedarfs ihr Portfolio vorzeitig verkaufen mussten. Besonders in den vergangenen 10 Jahren hat sich der Sekundärmarkt jedoch zusehends zu einem etablierten Instrument des aktiven Portfoliomanagements institutioneller Investoren entwickelt.

SECONDARIES ALS SOLIDER PORTFOLIOBAUSTEIN

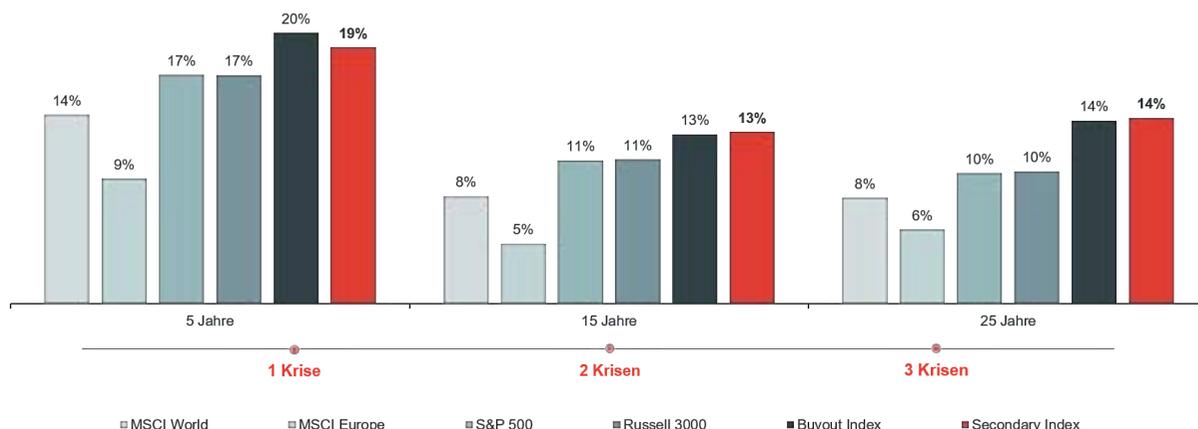
Über den Zeitraum der letzten 25 Jahre zeigt die gesamte Anlageklasse Private Equity nicht nur einen jährlichen Anstieg der Mittelzuflüsse, getrieben durch das anhaltende relative Niedrigzinsumfeld, vielmehr ist auch eine tendenzielle Outperformance gegenüber anderen Anlageklassen (s. Abb. 1) erkennbar. Folgendes Schaubild verdeutlicht den kontinuierlichen Erfolg von Private Equity über einen Zeitraum von 25 Jahren und durch 3 Krisen. Auch Secondary Fonds haben sich gerade bei jenen historischen Marktverwerfungen als robuste und attraktive Anlageklasse innerhalb des breiteren Universums der alternativen Investments erwiesen und können für Anleger eine attraktive Investitionsmöglichkeit darstellen bzw. bieten eine sinnvolle Ergänzung in der Portfolioallokation.

Die Standardabweichung der Renditen fällt für Secondary Fonds tendenziell geringer aus als für dedizierte Buyout Investments. Zusätzlich zum Risiko-Rendite Aspekt, bieten Secondary Fonds eine Reihe von bedeutenden Charakteristika, die den Anstieg der Nachfrage einerseits, aber auch des jährlichen Transaktionsvolumens andererseits, begründen. Als Einzeltitelinvestition bestehen konkrete Vorteile wie das wesentlich reduzierte Blind-Pool Risiko, also die damit verbundene Evaluationsmöglichkeit der Qualität zugrundeliegender Unternehmen oder auch die Minderung/Vermeidung



Florian Kluge
 Head of Investor Relations
 Germany & Austria
 Managing Director
 Tel.: +49 69 50504-1536
florian.kluge@ardian.com

ABB. 1: RENDITE IN VERGLEICHBAREN ANLAGEKLASSEN (IN %)



Quelle: Cambridge Associates LLC, September 2021.

derung der J-Kurve durch den Erwerb reifer Fonds mit einem potenziellen Abschlag zum NAV. Letzterer bietet einen natürlichen Puffer für kurzfristige Bewertungsrückgänge und kann die Gesamtpformance steigern. Aus Investorensicht ergeben sich im breiteren Portfoliokontext zusätzliche Faktoren, wie der beschleunigte Portfolioaufbau und schnellere Einsatz von Kapital oder das harmonisierte Cashflow-Profil. Insbesondere kann die Beimischung von Secondaries, abhängig von der Strategieausrichtung des jeweiligen Fondsmanagers, ein bestehendes Private-Equity-Portfolio in allen Bereichen diversifizieren, was konkret in dem aktuellen Marktumfeld auch ein gewisses Element der Stabilität bedeutet.

WAS TREIBT DEN MARKT?

Aus Primary wird Secondary

In den letzten zwei Jahrzehnten ist der Primary Private-Equity-Markt kontinuierlich gewachsen und die Anlageklasse Private Equity hat sich als wichtiger Portfoliobestandteil institutioneller Anleger etabliert. Die jüngsten Zahlen von Preqin bestätigen, dass sich das Fundraising im Jahr 2020 aufgrund von Covid-19 zwar deutlich verlangsamt, aber mit 1,4 Bn. US-Dollar im Jahr 2021 wieder stark angezogen hat, was einem Anstieg von +20 Prozent gegenüber 2020

entspricht. Dieser starke Anstieg des Fundraising-Volumens über die Jahre hat im Endergebnis auch zu einem signifikanten Anstieg des Secondary Deal Flows geführt.

Folgende Grafik zeigt den Anstieg des Secondary Transaktionsvolumens zwischen 2005 und 2021. Der Sekundärmarkt hat in den letzten Jahren ein beträchtliches Wachstum verzeichnet, wobei das Transaktionsvolumen nach einem zwischenzeitlichen Covid-19 Einbruch auf den Rekordwert von über 130 Mrd. US-Dollar im Jahr 2021 angestiegen ist. Damit ist der Sekundärmarkt innerhalb der letzten 16 Jahre um das 13-fache und somit überproportional stark im Vergleich zum Primärmarkt gewachsen.

Einer der wichtigsten Wachstumsfaktoren für den Sekundärmarkt bleibt auch zukünftig das anhaltend starke Primary-Fundraising. Gemäß Preqin sammelten in den Jahren 2012 bis 2021 über 31.000 Fonds Primärmittel in Höhe von 10 Bn. US-Dollar ein. Naturgemäß werden nicht alle Investoren bereit sein, ihre Beteiligungen bis zur Endfälligkeit zu halten, was nach Einschätzung von Ardian in den kommenden Jahren zu einem erheblichen Deal Flow auf dem Sekundärmarkt führen wird.

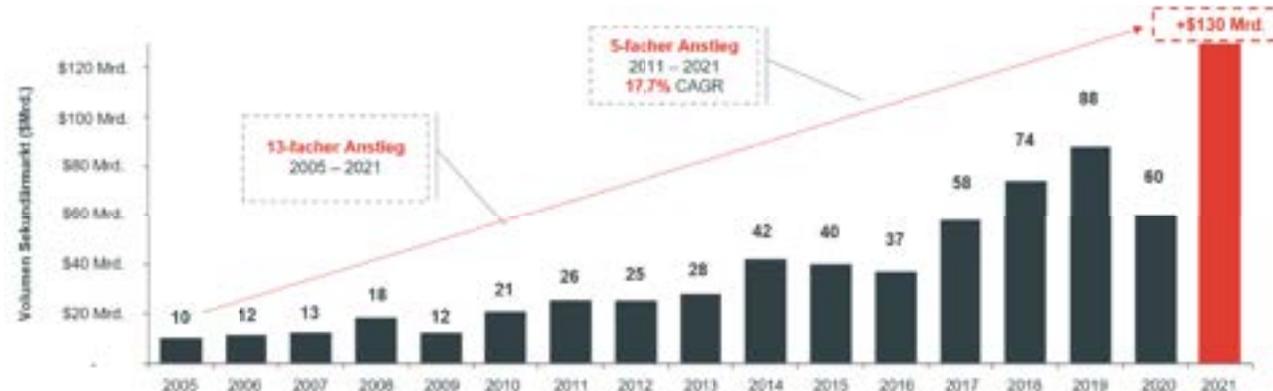
Marktreife eröffnet Verkaufsmotive

Das stetige Wachstum des auf dem Secondary Markt transferierten Volumens ist maßgeblich durch die



Manuel Häusler
Senior Managing Director, FoF
Tel.: +49 69 50504-1524
manuel.hausler@ardian.com

ABB. 2: HISTORISCHE MARKTDATEN – WACHSTUM DES TRANSAKTIONSVOLUMENS



Quelle: Ardian, Greenhill.

zunehmende Marktreife und das veränderte Verkäuferprofil getrieben. Die einst prominenten „traditionellen Verkäufer“, d.h. Banken und Versicherungsgesellschaften, die durch Regulierung und Liquiditätsanforderungen getrieben wurden, speisen den Sekundärmarkt weiterhin, spielen heute aber eine geringere Rolle. Die Entwicklungen auf dem Private-Equity-Markt in den letzten zwei Jahrzehnten haben dazu geführt, dass viele LPs zunehmend den Sekundärmarkt nutzen, um ihre illiquiden Portfolien aktiv zu verwalten, wodurch heute eine weitaus diversere und umfangreiche Verkäuferbasis existiert als noch vor 10-15 Jahren. Hierbei ist aber nicht nur ein Wandel hinsichtlich des Verkäufertyps zu erkennen, vielmehr existiert auch eine generelle Öffnung des zunehmend reiferen Marktes in globaler Hinsicht. Während der Markt historisch von angelsächsischen und europäischen Verkäufern bestimmt wurde, wird insbesondere langfristig ein substantielles Marktwachstum durch asiatische Anleger erwartet. Deren Private Equity Primary Allokation hat in den letzten Jahren deutlich zugenommen, gleichzeitig verspricht die derzeitige Sekundärmarktpenetration in dieser Region noch deutliches Wachstumspotenzial (entspricht aktuell lediglich ca. 10 Prozent des globalen Sekundärmarktvolumens).

Konzentriertes Käuferuniversum

Trotz des bisherigen Rekordvolumens an Transaktionen herrscht auf dem Markt nach wie vor eine attraktive

Angebots- und Nachfragedynamik. Aktuell entspricht das global verfügbare Dry Powder, das von Secondary Fondsmanagern in den nächsten 3-4 Jahren investiert werden will, mit knapp 105 Bn. US-Dollar lediglich dem 0,8-fachen des aktuellen jährlichen Sekundärmarktvolumens. Auffällig ist auch, dass das Käuferuniversum innerhalb der letzten 10 Jahre sehr stabil geblieben ist. Die 9 größten Sekundärmarktkäufer repräsentieren aktuell ca. 50 Prozent des verfügbaren Dry Powers. Dies ist darauf zurückzuführen, dass der Sekundärmarkt von hohen Eintrittsbarrieren profitiert. Zu diesen gehört neben einem sehr spezifischen Prozess Know-How vor allem das Netzwerk bestehend aus Verkäufern, Intermediären und Zielfondsmanagern („GP“). Insbesondere den Zielfondsmanagern kommt hierbei eine Schlüsselrolle zu, um Zugang zu den für die Analyse einer Transaktion notwendigen Informationen zu erhalten. Letztendlich bedarf jeder Transfer der Zustimmung des jeweiligen GPs. Hier haben etablierte Secondary Manager entscheidende Vorteile, da sie durch eine Vielzahl getätigter Transaktionen bereits bei den meisten Zielfondsmanagern investiert sind und somit einen besseren Informationszugang besitzen, diese Manager auf Basis bestehender Erfahrungswerte besser einschätzen und beim Transfer als bestehender Investor auf deren Unterstützung vertrauen können. Ein breites, über die Jahre gewachsenes GP-Netzwerk, lässt sich für neue Herausforderer nicht kurzfristig

replizieren und bietet somit einen nachhaltigen Wettbewerbsvorteil. Neue Markteintritte ließen sich in den letzten Jahren vor allem im GP-geführten Marktsegment beobachten, wo es größere Anknüpfungspunkte mit dem klassischen M&A-Geschäft gibt. Dieses Segment zeichnet sich insbesondere durch eine größere Transparenz aus; interessierte Käufer werden in der Regel mit umfangreichen Informationen für ihre Due Diligence versorgt und erhalten vollen Zugang zum Zielfondsmanager, der als Initiator der Transaktion ein grundlegendes Interesse am Zustandekommen dieser hat.

Ein Markt mit zwei Katalysatoren

Ardian geht davon aus, dass die Anzahl der Transaktionen auf dem Sekundärmarkt weiter zunehmen wird, was auf den wachsenden Bedarf sowohl von LPs als auch GPs an einer flexiblen Bereitstellung von Liquidität zurückzuführen ist. Für die Zukunft erwarten wir ein anhaltendes Wachstum des Sekundärmarktes, das vor allem durch das weitere Wachstum im Primary Fundraising, die zunehmende Integration aktiven Portfoliomanagements und die verstärkte Präsenz von Transaktionen unter der Leitung von Sponsoren („GP-Led“) vorangetrieben wird. Wie im Folgenden dargestellt, geht Ardian davon aus, dass der Sekundärmarkt sein starkes Wachstum fortsetzen wird, wobei das jährliche Transaktionsvolumen bis 2030 auf ca. 320 bis 460 Mrd. US-Dollar prognostiziert wird.



Stephan Hess
Senior Investment Manager, FoF
Tel.: +49 69 50504-1508
stephan.hess@ardian.com

Die in Abb. 3 dargestellten Prognosen beruhen auf zwei Modellierungsverfahren. Zum einen wird das Verhältnis des jährlichen Sekundärmarktvolumens zum gesamten Primärmarkt (NAV + Unfunded) entsprechend dem prognostizierten gesamten Primärmarkt als konstant modelliert. Der Basiswert ist hier das entsprechende Verhältnis für das Jahr 2021 von ca. 1,7 Prozent. Tatsächlich ließ sich über die Jahre ein Anstieg des Anteils der gesamten Private Equity AuM, die jedes Jahr auf dem Secondary Markt veräußert werden, beobachten. Die

konstante Veräußerungsrate von 1,7 Prozent p.a. kann daher Abb. 3 durchaus als konservative Schätzung eingestuft werden. Als zweite Methode wurde das aktuelle Marktvolumen aus dem Jahr 2021 mit einem projizierten CAGR von 15 Prozent extrapoliert (in der Vergangenheit lag die jährliche Wachstumsrate durchschnittlich bei ca. 18 Prozent). Ardian geht davon aus, dass dieses Wachstum durch die Zunahme sowohl der GP- als auch der LP-geführten Transaktionen getrieben wird.

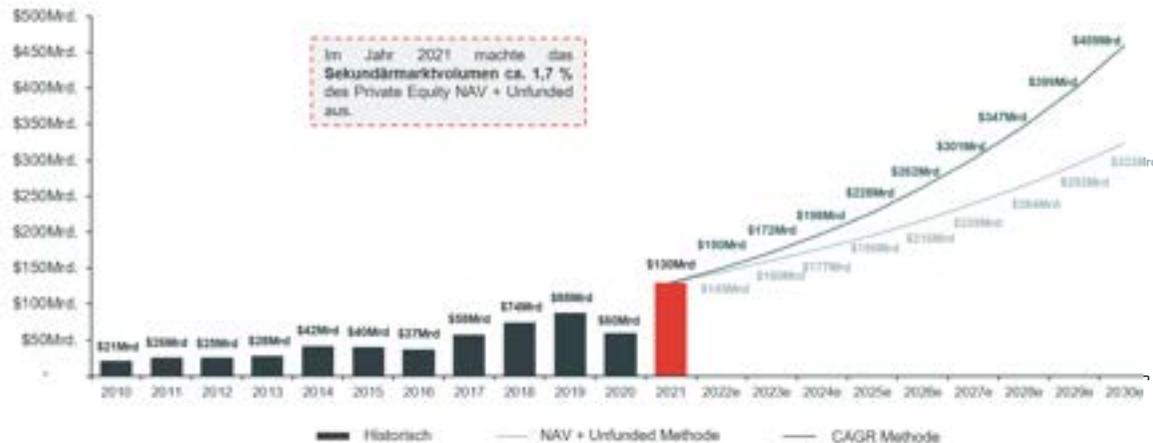
Aktives Portfoliomanagement als Hauptmotiv für den Verkauf von LP-Portfolien

In einem entwickelten Sekundärmarkt, in dem notleidende Verkäufer zunehmend an Bedeutung verlieren und Liquidität zu einem fairen Preis angeboten wird, gibt es zahlreiche taktische Gründe für Investoren, einen Teil ihres Private-Equity-Portfolios zu verkaufen. Der wesentliche Faktor ist die erhöhte Optionalität für Investoren, die den Sekundärmarkt zunehmend aktiv nutzen, um ihre Portfolien zu verwalten, z. B. um bisherige Buchgewinne zu realisieren, Portfolien umzuschichten oder Investmentstrategien zu adjustieren. Investoren sehen sich heute mit einer Rekordzahl von GPs konfrontiert, die in immer kürzeren Intervallen neue Fonds auflegen. Gerade im aktuellen Marktumfeld befinden sich zahlreiche Investoren in der Situation, dass sich viele Bestandsmanager im Fundraising befinden, die Quoten aufgrund des signifikanten Bewertungsanstiegs des Private Equity Anteils im Portfolio in den letzten Quartalen jedoch ausgereizt sind oder es an der nötigen Liquidität mangelt, alle geplanten Primary Zeichnungen zu tätigen. Eine Secondary Transaktion kann hier helfen, entsprechende Kapazitäten zu schaffen.

Innovation und Dynamik durch GP-Led Transaktionen

Da der Sekundärmarkt gewachsen und gereift ist, bietet er nicht mehr nur Liquidität für LPs, sondern durch die zunehmende Differenzierung und Erfahrung im Umgang

ABB. 3: PROGNOTIZIERTES SEKUNDÄRMARKTVOLUMEN



Quelle: Ardian, Greenhill, Preqin. Stand der Daten: Dezember 2021

mit Komplexität auch eine umfangreiche Lösungsvielfalt für Zielfondsmanager. Es gibt mittlerweile eine Vielzahl an Transaktionsarten um den unterschiedlichsten Zielsetzungen und Motiven von GPs gerecht zu werden. Single/Multi Asset Continuation Solutions, Fondsrestrukturierungen, Preferred Equity Transaktionen, Liquiditätsoptionen für die gesamte LP-Basis oder Stapled Secondary Deals gehören zum

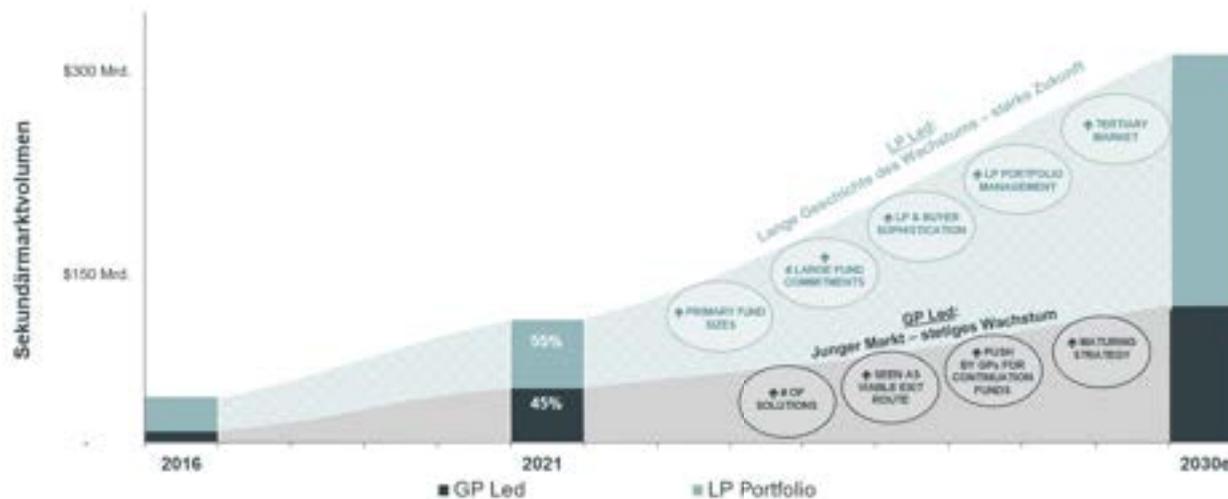
gängigsten Repertoire für Fondsmanager im heutigen Marktumfeld. Das Bestreben der GPs, weiterhin von der Wertschöpfung qualitativ hochwertiger Unternehmen zu profitieren, wird auch weiterhin das Wachstum in diesem Marktsegment treiben. In der Tat nutzen GPs den Sekundärmarkt zunehmend als Instrument für das Liquiditätsmanagement und weitere Alternative neben klassischen

Exitkanälen wie M&A und IPO. Im Vergleich zu den Anfängen dieses Marktsegments hat sich ebenfalls die Qualität der zugrundeliegenden Portfoliounternehmen maßgeblich verbessert.

FAZIT

Secondary Fonds bieten generell einen guten Zugang zur Anlageklasse Private Equity mit attraktiven Eigenschaften im Portfoliokontext hinsichtlich Diversifikation und Prognostizierbarkeit. Grundsätzlich wird mit einem weiteren Wachstum des Sekundärmarktes gerechnet, der durch eine sukzessive Marktreife und eine tiefere Segmentierung sowohl der Marktteilnehmer als auch der Investoren begleitet wird. Hierdurch entstehen zahlreiche interessante Investitionsmöglichkeiten, jedoch erfordern gerade unsichere Zeiten ein erhöhtes Maß an Disziplin und Erfahrung. Global aufgestellte Manager mit integrierten Primary und Secondary Kapazitäten bieten ihren Anlegern Vorteile durch Größe und Reichweite. Dies ermöglicht bei nachhaltigem Dealflow eine gesunde Selektivität mit Fokus auf Qualität, was in Kombination der entscheidende Faktor ist, um von aktuellen Chancen im Private Equity Sekundärmarkt zu profitieren.

ABB. 4: PROGNOTIZIERTE VERTEILUNG DES DEALVOLUMENS ZWISCHEN LP LED & GP LED



KONTAKT

Florian Kluge
 Head of Investor Relations
 Germany & Austria
 Managing Director
 Tel.: +49 69 50504-1536
florian.kluge@ardian.com

Jan Mehlhorn
 Investor Relations Senior Manager
 Tel.: +49 69 50504-1569
jan.mehlhorn@ardian.com

ARDIAN

Erfolg ist am wertvollsten, wenn man ihn teilt

Wir bei Ardian sind davon überzeugt, dass der Grundstein für Investmenterfolg in der Zusammenarbeit von Menschen liegt – so schaffen wir gemeinsam echte und nachhaltige Werte. Basierend auf diesem Gedanken teilen wir die so entstandenen Werte mit unseren Investoren, Partnern und den Unternehmen, in die wir investieren, sowie deren Mitarbeitenden. Mit diesem Ansatz haben wir uns zu einer weltweit führenden unabhängigen Investmentgesellschaft mit einem verwalteten Vermögen von 130 Milliarden US-Dollar entwickelt und sind dadurch heute in der Lage, noch viel mehr zu bewegen.

UNSERE BÜROS

PARIS • LONDON • FRANKFURT • MAILAND • ZÜRICH • JERSEY • LUXEMBURG • MADRID
NEW YORK • SAN FRANCISCO • SANTIAGO • PEKING • SINGAPUR • TOKIO • SEOUL

 @Ardian |  @Ardian

www.ardian.com

Diversifikation mit Private Equity – ein Überblick über die Auswahl von Investments und Fonds-Setup

Alternative Sachwertanlagen im illiquiden Bereich können helfen, das Portfolio breiter zu diversifizieren und damit dessen Ertrags- und Risikostruktur verbessern. Einige Faktoren sprechen für gezielte Investitionen in die Anlageklasse. Bei der Auswahl passender Investments und zugleich bei dem Setup der entsprechenden Anlagevehikel gibt es allerdings einige Punkte zu beachten.

Die Kapitalmärkte sind in der nahen Vergangenheit mehrfach und vor allem massiv unter Druck geraten – neben den Auswirkungen durch die weltweite Covid-19-Pandemie geht seit Beginn des Jahres 2022 der Ukrainekrieg mit einer enormen Volatilität, die Ausdruck der Unsicherheit von Marktteilnehmenden weltweit ist, einher. Zudem sind die globalen Weltmärkte gegenwärtig mit rapide gestiegenen Inflationsraten konfrontiert, die auch noch weiter nach oben getrieben werden könnten. Wie lange diese Phase andauern wird, hängt insbesondere von den geopolitischen Entwicklungen ab. Zudem reagieren die Märkte sehr sensibel auf jegliche Handlungen oder gar Äußerungen der Zentralbanken und welche Auswirkungen steigende Zinsen in der jetzigen wirtschaftlichen Situation haben können, ist bislang nicht in Gänze abzusehen.

Insbesondere in diesem Spannungsfeld verstärkt sich für langfristig orientierte Kapitalanleger der bereits bestehende Anlagedruck. In der Konsequenz ist das eigene Portfolio somit

auch über die klassischen Anlagesegmente hinaus zu diversifizieren. Dabei sind aus Sicht von institutionellen Investoren verschiedene Zielsetzungen gleichermaßen zu berücksichtigen: Der Grundsatz des Kapitalerhalts und das Gebot der ertragreichen Kapitalanlage sind einzuhalten. Zudem sollen ausschüttungsfähige Erträge erwirtschaftet werden.

GEWINNE UNABHÄNGIG VON DEN KAPITALMÄRKTEN ERZIELEN

Die Anlagen im Bereich Alternative Investments können helfen, Portfolios breiter zu diversifizieren und Investoren dabei unterstützen, ihre Zielsetzungen zu erreichen. Denn die zugehörigen Anlageklassen – wie Private Equity, Private Debt, Venture Capital, Real Estate oder Infrastructure – bieten die Chance auf höhere Erträge. Zudem orientieren die Investments sich nicht an Indizes oder anderen Benchmarks, sondern sind unabhängig von der Entwicklung an den Kapitalmärkten darauf ausgerichtet, stetige Erträge zu erzielen. Damit ermöglichen Alternative Investments auf lange Sicht mehr als bloß Kapitalerhalt. Langfristig stehen die Chancen gut, das Kapital überdies zu mehren – auch wenn es wie bei allen Geldanlagen keine Garantien gibt.

Verschiedene langfristige Studien zeigen, dass die Wechselbeziehung zwischen Private Equity und klassischen, indexbasierten Aktieninvestitionen deutlich unterhalb von „Eins“ liegt. Anders gesagt: Die Anlageklassen bewegen sich nicht im Gleichklang. Alternative Sachwertinvestitionen können ein Anlageportfolio also breiter diversifizieren und die Wertschwankungen innerhalb der jeweiligen Anlageklassen in Summe mindern. Gleichzeitig zeigt sich, dass die Rendite im langfristigen Mittel – auch aufgrund der langfristigen Kapitalüberlassung und des aktiven Investitionsansatzes – bei Private-Equity-Investitionen häufig oberhalb der Rendite liquiderer Titel liegt. Da zudem Sachwerte zugrunde liegen, sichern diese Investments das Vermögen gegen Inflation und können insofern auch dem realen Kapitalerhalt dienen.

SCHWERPUNKT: PRIVATE EQUITY

Investitionen von Private-Equity-Gesellschaften finden in einem sich zunehmend aufladenden Spannungsfeld von Liquidität, Transaktionsangebot und einem konjunkturellen Marktumfeld statt. Indikatoren sind einerseits die Bewertungsniveaus, insbesondere bei sogenannten Large-Cap-Transaktionen und andererseits die Suche nach renditetragenden Anlagenklassen seitens institutioneller Investoren vor dem Hintergrund des Kapitalmarktumfeldes. All dies führt im



Alexander Stern
Managing Director
Kapital 1852 Beratungs GmbH

Ergebnis zu einer deutlichen Nachfrageverschiebung hin zu alternativen Anlageklassen in der Gesamtallokation.

Private-Equity-Gesellschaften verfügen in der Folge über substanziiell gestiegene Investorengelder, die sich nicht nur in der gestiegenen Anzahl von sogenannten Megafonds sondern auch in der Summe großer Transaktionen ausdrückt. Laut einer aktuellen Studie¹ war 2021 mit Investitionen von über einer Billion US-Dollar ein Rekordjahr für das Segment Private Markets. Nie zuvor haben Fonds dieser Anlageklasse größere Kapitalzuflüsse verzeichnet und erholen sich somit unmittelbar vom pandemiebedingten Einbruch in 2020. Getrieben wird diese Entwicklung unter anderem von den vielversprechenden Renditen, die insbesondere zu einer wachsenden Nachfrage durch institutionelle Investoren führen.

WARUM DEN FOKUS AUF GRÖßERE UNTERNEHMEN LEGEN?

Allerdings liegt der Fokus vieler Investoren dabei auf größeren Unternehmen und somit auf Transaktionen im Wert von bis zu 1 Mrd. Euro. Die Gründe dafür lassen sich in dem eingengten Angebot von attraktiven Investitionszielen für Private-Equity-Investoren, die eine klassische Buy-out-Strategie verfolgen,

identifizieren. Viele Akteure setzen vermehrt sogenannte Secondary-Transaktionen um, sprich Unternehmensverkäufe zwischen zwei Finanzinvestoren. Historische Daten der Jahre 2008 und 2009 zeigen, dass großvolumige Private-Equity-Fonds und entsprechend große Transaktionsvolumina eine gewisse Krisenresistenz aufweisen und gleichermaßen Skaleneffekte bergen.² Da Private-Equity-Investoren vermehrt große Transaktionen umsetzen, hat sich aber das Angebot an attraktiven Investitionsmöglichkeiten eingeschränkt. Um weiterhin großvolumige Transaktionen umsetzen zu können, schwenken diese Investoren immer häufiger auf große börsennotierte Gesellschaften um – beispielsweise Osmar oder Springer. Dabei erfüllen sie als aktive Kapitalmarktakteure oftmals eine wertsteigernde beziehungsweise korrektive Wirkung. Negativ ist in diesem Kontext zu erwähnen, dass kleine bis mittlere börsennotierte Gesellschaften noch nicht oder nur in geringem Maße in das Zieluniversum aktiver Private-Equity-Investoren aufgenommen werden. Somit ergibt sich im Segment kleinerer und mittlerer börsennotierter Unternehmen eine relativ geringe Marktabdeckung. Dieses Ungleichgewicht birgt Chancen.

Um im aktuellen Umfeld weiterhin die von Investoren geforderten Renditen erwirtschaften zu können, bedarf es einer noch stärkeren Verbreiterung der Sourcing-Basis, einer klaren Fokussierung und konsequenten Umsetzung der

vordefinierten Strategie während der Investitionsphase und damit einer tatsächlichen Wertsteigerung durch die Einwirkung als konstruktiver Private-Equity-Investor. Im Ergebnis muss der Investor allen Share- und Stakeholdern im Umfeld eines potentiellen Zielunternehmens einen konkreten Mehrwert bieten, der die unterschiedlichen Dimensionen der Wertsteigerung klar adressiert. Dazu zählt neben einem grundsätzlichen Verständnis von spezifischen Industriedynamiken auch eine sehr konkrete Vorstellung bezüglich der mittel- und langfristigen strategischen Ausrichtung in allen Dimensionen. Dies umfasst unter anderem Innovationstreiber, Produkte, die Positionierung bei Kunden und in Märkten, die Organisation und Prozesse. Insbesondere bei kleineren und mittleren Unternehmen kann dabei sehr schnell Wachstum generiert werden, da diese gegenüber großen und komplexeren Unternehmen zumeist über ein klares, damit adjustierbares und skalierbares Geschäftsmodell verfügen sowie häufig Marktführer in ihrer Nische sind. Dies gilt auch für kleinere börsennotierte Gesellschaften. Bedingt durch die Illiquidität der Märkte und eine geringe Granularität der Gesellschafterstruktur lassen sich viele von ihnen wie private Unternehmen betrachten. Sie eignen sich deshalb für eine Verbreiterung der Sourcing-Basis im Einklang mit der bestehenden Strategie eines auf kleinere und mittlere Unternehmen fokussierten Private-Equity-Investors.



Reza Keyhani
Head of Business Development
Real Assets Germany
Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG

Darüber hinaus kann aus Investorensicht unter den richtigen Voraussetzungen durch die Allokation von Kapital in die Anlageklasse Private Equity ein natürlicher Schutz bei negativen ökonomischen Szenarien geschaffen werden. Dieser ergibt sich aus der Illiquidität der Anlage und einer konsequenten Selektion der Zielsektoren zur Vermeidung von zyklischen Risiken. Einhergehend mit der langfristigen Kapitalüberlassung und dem konsekutiven Investitionshorizont, welcher in der Regel bei rund fünf bis zehn Jahren liegt, ergibt sich eine Selektion hin zu weniger zyklischen Sektoren sowie eine Abschwächung exogen bedingter Wertabschläge im Zeitablauf. Eine wirtschaftliche Abkühlung fungiert bei der Identifikation von erfolgreichen Unternehmen dabei effektiv als Filter, der aus wirtschaftlichen Gründen für eine Art „Selbstregulierung“ unter den Marktteilnehmern sorgt.

PRIVATE-EQUITY-FONDS IM LICHT DES KAPITALANLAGEGESETZBUCHS

Private-Equity-Häuser managen ihre Fonds in der Regel als lediglich registrierte „kleine“ Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVGs) und unterliegen nicht der vollen Regulierung. Diese müssten erst bei Überschreitung der gesetzlichen Schwellen-

werte von etwa 500 Millionen Euro die Zulassung bei der BaFin beantragen. Diese Prüfung ist an strenge Bedingungen geknüpft und kann mit den erforderlichen Vorbereitungsmaßnahmen, die in Kooperation mit spezialisierten Rechtsberatern stattfinden, in manchen Fällen einen Zeitraum von neun bis zwölf Monaten in Anspruch nehmen. Nach erfolgter Zulassung werden die Vorschriften vom Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) scharfgeschaltet. Dies betrifft beispielsweise die strikte Trennung zwischen dem Risiko- und dem Portfoliomanagement, das nunmehr etwa im personellen Bereich bis in die Geschäftsleitung hinein voneinander separiert sein muss. Es ergeben sich zusätzlich weitere Reporting-Pflichten und es findet zudem eine Prüfung der Jahresabschlüsse statt. Sowohl mandatierte Wirtschaftsprüfer kontrollieren, ob sich die KVG an ihre vordefinierten Prozesse und Dokumentationspflichten hält, als auch die BaFin, die dies ebenfalls in Form von Sonderprüfungen durchführen kann.

Es besteht allerdings auch die Möglichkeit sich an eine bereits zugelassene Service-KVG/Alternative Investment Fund Manager (AIFM, englisch für Alternative Investmentfondsmanager) anzubinden. Dies führt zu einer sofortigen Handlungsfähigkeit und hat auch ferner den Vorteil, dass der vollregulierte Fondsmanager bereits über Erfahrung verfügt und die Private-Equity-Häuser durch sämtliche Details des

jeweiligen Aufsichtsrechts führen kann. Der Private-Equity-Player kann sich hier zudem in Kooperation mit dem zugelassenen Fondsmanager verstärkt auf das Investmentmanagement fokussieren. Die zugelassene KVG benötigt ferner eine Verwahrstelle.

AUFGABEN DER VERWAHRSTELLE

Eine wichtige Aufgabe der Verwahrstelle ist es unter anderem die Einhaltung der Anlagebedingungen im Rahmen von Unternehmensbeteiligungen zu prüfen und den nachfolgenden Eigentumserwerb zu verifizieren. Die Eigentümerstellung des Private-Equity-AIFs an den Portfoliounternehmen wird bei einem Direktfonds anhand der einschlägigen Unterlagen, wie etwa Registerauszügen, Gutachten, Zeichnungsscheinen und sonstige Unterlagen, festgestellt. Besagte Dokumente variieren in ihren Inhalten je nach der vorliegenden rechtlichen Gesellschaftsform. Bei einem Dachfonds ist der wirksame Beitritt an einem in- oder ausländischen Zielfonds zu beurteilen. Eine ausgewiesene Expertise und Erfahrung der Verwahrstelle mit der Anlageklasse Private Equity sowie den spezifischen Strukturen und Prozessen ist unabdingbar. Sofern dies gegeben ist, kann die Verwahrstelle auch ein schnelles Tempo mitgehen und ihre Prüfung kurzfristig abschließen.

PRIVATE EQUITY

Das kann bei durchzuführenden Transaktionen des Private-Equity-Managers durchaus notwendig sein, da diese häufig zum Ende der Prüfprozesse hin binnen weniger Tage abgeschlossen werden müssen. Die Funktion der Verwahrstelle beschränkt sich allerdings nicht nur darauf, für ein Höchstmaß an Investorenschutz und Transparenz zu sorgen, sondern hat zugleich die Aufgabe als Dienstleister für die individuellen Kundenbedürfnisse Lösungen anzubieten, die auf das Private-Equity-Marktumfeld zugeschnitten sind. Beispielsweise lassen sich effiziente Ansätze finden, wenn bereits im Vorfeld der bestehende Investmentprozess Schritt für Schritt zwischen den involvierten Parteien im Detail abgestimmt wird und die Schnittstellen zur Übertragung der benötigten Dokumente optimiert werden. Somit erweist sich eine geeignete Verwahrstelle als überaus wichtiger Partner für die Private-Equity-Player, indem sie idealerweise – ohne das laufende Geschäft des AIFs nachteilig zu verzögern – eine zusätzliche Qualitätskontrolle darstellt.

1 Quelle: www.mckinsey.com/industries/private-equity/private-markets-annual-review/2022.pdf
2 Vergleiche G. Gianfrate & S. Loewenthal in The Journal of Private Equity, Winter 2015

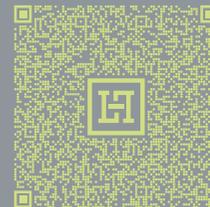
KONTAKT

Alexander Stern
Managing Director
Kapital 1852 Beratungs GmbH
Schwanstraße 10
40476 Düsseldorf
Tel. :+49 211 4952-196
Alexander.Stern@hal-privatbank.com

Reza Keyhani
Head of Business Development
Real Assets Germany
Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG
Lenbachplatz 4
80333 München
Tel. :+89 2393-2166
Reza.Keyhani@hal-privatbank.com



HAUCK
AUFHÄUSER
LAMPE



#EchteAssets

Jetzt QR-Code mit Smartphone scannen und Interview mit Andreas Heibroek ansehen.

Vertrauen ist ein echtes Asset

Andreas Heibroek, Geschäftsführer
der PATRIZIA GrundInvest und Kunde
bei Hauck Aufhäuser Asset Servicing

Hauck Aufhäuser Asset Servicing

Versorgungswerke, Investmentgesellschaften, Pensionsfonds, Banken, Versicherungen, Family Offices, Stiftungen oder Asset Manager: Als führender Serviceanbieter für illiquide Investmentlösungen begleitet Hauck & Aufhäuser Sie persönlich bei allen administrativen, operativen und vertrieblichen Aktivitäten rund um Ihr individuelles Fondsprodukt. Sowohl in Deutschland als auch in Luxemburg. Als Full-Service-Anbieter wie auch modular.

www.hal-privatbank.com/echte-assets

HAUCK
AUFHÄUSER
ASSET SERVICING



Technologiewandel in Private Equity (PE) – wie Fondsmanager und Investoren Herausforderungen in Opportunitäten wandeln können

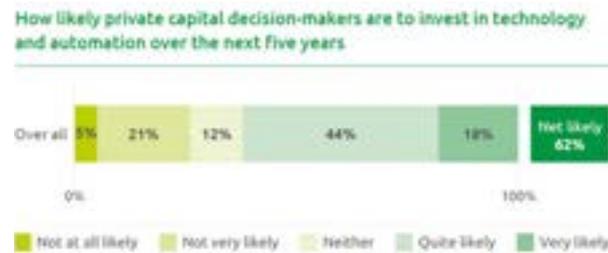
Die Anwendung von Technologie schreitet in allen Bereichen der Finanzindustrie voran. Obwohl auch die PE-Branche Potenziale erkannt hat, ist hier eine umfassende Digitalisierung bis dato ausgeblieben. Dieser Artikel beleuchtet die Gründe, die die Entwicklung von PE von einer Low- zu einer High-Tech-Branche vorantreiben. Weiterhin wird auf die Herausforderungen eingegangen und zuletzt vielversprechende Opportunitäten in verschiedenen Einsatzbereichen aufgezeigt, die sich durch Technologieintegration ergeben.

PRIVATE EQUITY – VON LOW ZU HIGH TECH?

Während einige Finanzdienstleistungsbereiche sich schon früh und konsequent mit dem Einsatz von Technologie beschäftigt haben, gilt PE noch heute weitgehend als Low-Tech-Branche. Im Vergleich zu den liquiden Märkten, wo Unmengen an Daten zur Verfügung stehen, reichten in PE bis vor kurzem noch Excel-Tabellen zur Verwaltung von Daten aus. Ein weiterer Grund lässt sich in der geringen Teamgröße von reinen Asset Managern finden, denen oftmals nicht die erforderlichen technologischen Ressourcen zur Verfügung stehen.

Umfrage von 300 GPs weltweit:

ABB. 1: WAHRSCHEINLICHKEIT VON INVESTITION IN TECHNOLOGIE ÜBER DIE NÄCHSTEN 5 JAHRE

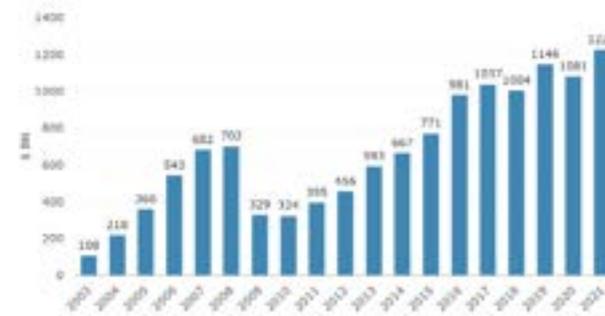


Quelle: The future of fund technology, Intertrust Group (2021)

In der „The future of fund technology“ Studie der Intertrust Group aus 2021, gaben über 60 Prozent der befragten Fondsmanager an, in den nächsten Jahren signifikant in Technologie investieren zu müssen, um steigende Anforderungen ihrer Investoren erfüllen zu können (s. Abb. 1).

Besonders regulierte Investoren benötigen eine Vielzahl an Reports, Analysen und KPIs, um aufsichtsrechtlichen Verpflichtungen nachzukommen. Sie fordern die Einführung von technologiegetriebenen zentralen Datenhaltungssystemen von ihren Fondsmanagern, um dies zu gewährleisten.

ABB. 2: GLOBAL EINGEWORBENES PRIVATES KAPITAL (2003 – 2021)



Quelle: Global Private Equity Report 2022, Bain & Company

Mit dem kontinuierlichen Wachstum und Wettbewerb in der PE-Branche, ergab sich auch die Notwendigkeit für GPs, Kosten zu senken und ihre eigene operative Effizienz zu steigern. Erfolgreiche Fondsmanager müssen nun mehr und größere Fonds verwalten, gleichbedeutend mit mehr Kunden, Dienstleistern und Daten. Dies erhöht den Druck, moderne Technologien zu nutzen, da die Menge an Daten und Kunden es schwierig gestaltet, in einer analogen Umgebung zu arbeiten (s. Abb. 2).



Dr. Dimitris Matalliotakis
CTO
AssetMetrix GmbH

Spätestens jedoch die vergangenen Jahre machten Tech-Investitionen unabdingbar: Während der Pandemie sahen sich die meisten Firmen gezwungen ihre Mitarbeiter ins Home Office zu entsenden. Hierbei wurde vermehrt das Augenmerk auf sichere, stabile Systeme gelegt, die garantieren, dass jederzeit System- und Prozesssicherheit gegeben ist. Um das zu bewerkstelligen, müssen Prozesse neu definiert werden. Beispiel hierfür wäre etwa ein workflowbasierter, nahtloser Datenfluss ohne Systembrüche. Dieser soll dann Informationen jederzeit und überall zugänglich machen, dies mit einer einheitlichen und konsolidierten Datenbasis.

HERAUSFORDERUNGEN

Welchen Herausforderungen sehen sich PE-Marktteilnehmer derzeit gegenüber? Im Netzwerk von AssetMetrix sowie bei einer in 2022 getätigten LP-Umfrage in Zusammenarbeit mit Brackendale Consulting wurden vor allem folgende Fragen aufgeworfen:

- Wie können wir immer größer werdende Datenmengen effizienter erfassen, verarbeiten, aggregieren und austauschen?
- Wie können wir ohne eigene innovationsorientierte technische Abteilung neue Technologien rasch adaptieren?

- Wie können wir sicherstellen, dass wir mit den sich weiterentwickelnden regulatorischen Anforderungen (z. B. ESG) konform bleiben?
- Wie können wir schneller, effizienter und sicherer mit unseren LPs kommunizieren und Informationen teilen?
- Wie können wir unser Reporting effizienter aufsetzen, dies auf die Bedürfnisse unserer Stakeholder anpassen und jederzeit abrufbar machen?

Um die im PE bestehende große technische Lücke zu schließen, müssen Zeit und Ressourcen eingesetzt werden, welche bei der Mehrheit der Marktteilnehmer nicht in erforderlichem Ausmaß verfügbar sind. Hierbei können GPs und LPs, die keine substanziellen internen Ressourcen hierfür aufwenden können, auf externe Lösungen zugreifen. Einerseits können einzeln Anwendungen von Softwareanbietern lizenziert werden, andererseits aber auch Technologiepartnerschaften geschlossen werden.

Doch was kann man von solch einer langfristigen Technologiepartnerschaft erwarten? Bei AssetMetrix verstehen wir darunter:

- Ein Technologiepaket, das stets an die weltweiten technologischen Fortschritte und Innovationen angepasst wird – einschließlich der Produktivitäts- und Kapazitätssteigerung durch KI

- Verwaltung der Infrastruktur und Sicherheit in hochmodernen Rechenzentren und in der Cloud
- Tailoring by Design – leicht anpassbares Technologiepaket, praktisch so flexibel wie Inhouse-Entwicklung, inkl. Mitentwicklungsmöglichkeiten für neue Funktionalitäten
- Ein ständig wachsender Leistungsumfang an Modulen, Features und Funktionen, der direkt von den Bedürfnissen der Kunden beeinflusst wird
- Zugang zu einem talentierten, motivierten Technologie-Team, ausgereiften agilen Entwicklungsprozessen und Qualitätsstandards

Ob man sich nun entscheidet, im eigenen Unternehmen Kompetenzen aufzubauen, Software zu lizenzieren oder eine tiefere Partnerschaft einzugehen, hängt natürlich auch von den Bereichen ab, die man für Digitalisierung priorisieren möchte.

OPPORTUNITÄTEN – DIE VIELVERSPRECHENDSTEN ANWENDUNGSBEREICHE

Zu den meistangefragten Technologien in PE zählen solche, die es ermöglichen, manuelle Aufgaben zu rationalisieren, zu automatisieren und sicherer zu gestalten.

Datenerfassung und -verarbeitung:

Datenerfassung ist eine der größten Herausforderungen in Private Markets. Daten werden generell aus verschiedenen Quellen, teils lediglich im PDF Format, meist ohne Anwendung von Branchenstandards wie ILPA, in verschiedenen Sprachen und Währungen und dies nicht immer im notwendigen Zeitfenster geliefert. Die Datenextraktion kann durch Technologie vereinfacht werden: Wo früher manuelle Eingaben erfolgten, ist es heute möglich, mit Hilfe des maschinellen Lernens unstrukturierte Daten, die in Texten, Tabellen oder Zahlen in Dokumenten wie Jahresabschlüssen oder juristischen und kommerziellen Verträgen vergraben sind, automatisch in Datensätze zu verwandeln, die von einer Maschine verarbeitet und gelesen werden können.

In den letzten Jahren sind viele GPs dazu übergegangen Technologiepakete anzukaufen, die spezielle Funktionen zwar optimal erfüllen, jedoch nun Silos mit unverbundenen Daten darstellen. Ebenfalls mit der Forderung nach der „Single Source of Truth“ sehen sich GPs und LPs gegenüber, die über ihr Portfolio mit einer Vielzahl an Anbietern zusammenarbeiten und keine konsolidierte und integrierte Datenbasis vorweisen können. In beiden Fällen besteht die Schwierigkeit darin Daten zu kombinieren und einheitliche Berichte zu erstellen.

Die Implementierung einer technischen Plattform, die alle Daten konsolidiert und aggregiert kann die Lösung für eine solche Single Source of Truth schaffen. Sobald die Single Source of Truth gewonnen ist, kann damit begonnen werden, Daten gewinnbringend zu nutzen. Anstatt interne Teams mit der Aggregation und der Validierung von Daten zu beschäftigen, können diese sich um Analysen kümmern und deren Erkenntnisse nutzen, um künftig die richtigen Investmententscheidungen zu treffen.

Analytics

Im Sinne der Gewinnung zusätzlicher Einblicke in das eigene Portfolio können analytische Modelle auf Basis der konsolidierten Daten unterstützen. Anwendungsbereiche hierfür ergeben sich zum Beispiel bei:

- der Prognose zukünftiger Portfoliocashflows und damit zusammenhängend die Unterstützung der Liquiditätsplanung,
- der Allokationsplanung, um die optimale Höhe und Art von Neu- und Reinvestitionen bestimmen zu können,
- dem Performancevergleich,
- der Einschätzung von Risiko (Value-at-Risk) und Diversifikationspotenzial für das eigene Portfolio.

Herausfordernd ist im Hinblick auf Portfolio Analytics vor allem eine ausreichende Datenverfügbarkeit in Bezug auf das eigene Portfolio. Da sich dies in illiquiden Marktsegmenten nicht so einfach wie in liquiden Märkten darstellt, empfiehlt es sich hier auf robuste Verfahren zu bauen, welche mit der eingeschränkten Datenlage im PE-Bereich umgehen können. Eine Ergänzung der Modelle durch sinnvolle expertenbasierte Parametrisierungen kann wiederum Datenanforderungen reduzieren.

AssetMatrix sieht großes Potenzial vor allem in der Interaktivität im Bereich Analytics. In Zukunft sollen Kunden Daten nicht nur empfangen, sondern auch auf verschiedene Weise über Portalanwendungen mit diesen interagieren. Es kann somit nicht nur mit der Filterung bestehender, vorausberechneter Daten und mit bereits vorhandenen Analysen gearbeitet, sondern auch neue Informationen in die Anwendungen eingefügt und somit interaktiv und je nach Problemstellung neue Ergebnisse berechnet werden. Dadurch können Investmentaktivitäten effizienter geplant und insgesamt proaktiver gehandelt werden.

Reporting

Aufgrund gestiegener Anforderungen im Reporting muss das „Mehr“ an möglichen Daten sinnvoll ausgewertet, verdichtet und präsentiert werden. Weiterhin müssen die so entstehenden Ergebnisse validiert werden, bevor diese an die internen

und externen Stakeholder verteilt werden können. Konsistenz und Richtigkeit sind hier die wichtigsten Eigenschaften eines Reports. Dies stellt hohe Anforderungen an den Produktionsprozess, der mit einem reinen Excel-Setup kaum mehr darstellbar ist.

Hinzu kommt, dass die zeitliche Verfügbarkeit eines Reports an Bedeutung gewinnt. Die Zeiten, in denen Investoren 60 Tage oder länger auf einen klassischen Quartalsreport warten mussten, sind zunehmend vorbei. Wenn der Bericht zusätzlich in mehreren Sprachen benötigt wird, stoßen die klassischen Portfolio Controller bei GPs oftmals an die Grenzen des leistbaren. Hier kann ein wohldefiniertes Produktions-setup mit einem hohem Technologieanteil für die Extraktion, Transformation, Speicherung und schließlich die Selektion der richtigen Daten Abhilfe schaffen.

AssetMetrix hat innerhalb der letzten Jahre eine entsprechend flexible Produktionsstrecke für die Erstellung von Reports aufgebaut. Damit ist es möglich, kundenindividuell in kürzester Zeit, in der gewünschten Sprache und im kunden-spezifischen Design zu reporten.

Zusätzlich haben Kunden die Möglichkeit über Web-basiertes Reporting, ihre Daten tiefergehend zu analysieren und mit Hilfe von Visualisierungen interaktive Einblicke zu gewinnen. Die Portale reflektieren dabei in quasi-Echtzeit die aktuellsten Cashflows und Transaktionen im Portfolio.

ESG

Wenngleich ESG und PE generell als kompatibel zu werten sind, gibt es einige Herausforderungen in der Integration von ESG in die eigenen Prozesse und Systeme. Hierbei sind vor allem die Datensammlung, Datenqualität, Standardisierung sowie die kontinuierliche Einhaltung regulatorischer Anforderungen zu nennen. Mit einem stets steigenden Volumen von ESG-Anfragen, müssen Wege gefunden werden, den Austausch von Vorlagen und Daten zu vereinfachen und gleichzeitig erhöhte Transparenz zu generieren.

Durch die Anwendung moderner Portaltechnologie können folgende Aufgaben vereinfacht werden:

- ESG-Daten über integrierte Workflows automatisiert zu sammeln
- Anwenderfreundliche Eingabeprozesse im Webportal zu gestalten
- ESG-Metriken und Daten zentralisiert über das gesamte (aggregierte) Portfolio auf einer Plattform zu verfolgen
- Integrierte oder eigenständige ESG-Berichte zu erstellen
- Internationale Frameworks und regulatorische Anforderungen kontinuierlich einzuhalten
- Fundierte Entscheidungen durch Portfolio Look-through und weitere ESG Analytics zu ermöglichen

Kommunikation

Wo in der Vergangenheit der Kommunikationsstandard E-Mails waren, ist in der heutigen Zeit mehr Transparenz, Effizienz, Sicherheit und ständige Verfügbarkeit von Informationen gefordert. Dies kann sehr gut über Investorenportale abgebildet werden. Neben Capital Account Statements, Kapitalabrufen und Ausschüttungen kann hierbei durch Workflows vor allem Prozesssicherheit gewährleistet und beispielsweise der Investor-Onboarding-Prozess begleitet werden.

FAZIT

Einige Marktteilnehmer befinden sich durch Entwicklung eigener Anwendungen oder Einsatz von externen Lösungen bereits auf dem Weg in eine neue Ära. Unseres Erachtens liegt die größte Herausforderung im Zusammenhang mit Technologie derzeit in fehlenden Standards für den Data Exchange und die Datenharmonisierung. Gerade der spürbare Push im Bereich von ESG, wird aber zu einer Beschleunigung der Einführung von Technologien führen. Als Technologie-unternehmen, das ursprünglich von einem PE-Dachfonds abstammt, sind wir bei AssetMetrix davon überzeugt, dass der Einsatz von Technologie die Branche insgesamt sicherer, effizienter und profitabler gestalten wird.

KONTAKT

Dr. Dimitris Matalliotakis

CTO

AssetMetrix GmbH

Tel.: +49 89 543 28 80 0

Dimitris.Matalliotakis@asset-metrix.com



Maßgeschneiderte Dienstleistungen,
speziell entwickelt für Private Markets

Ganzheitliche Datenlösung zur vereinfachten
Erfassung, Verarbeitung und Visualisierung

Individuelles Reporting für Performance,
ESG und regulatorische Anforderungen

Kontinuierliche Innovation als Garantie für stets
hochmoderne, sichere technologische Plattformen



Die wichtigsten Vorteile einer Partnerschaft mit AssetMetrix:



Transparenz • Effizienz • Skalierbarkeit

HANSA INVEST



AUFLEGEN MIT *besten Aussichten*

IMMOBILIENFONDS MIT EINER SERVICE-KVG

Sie sind Asset Manager, Projektentwickler oder ein Family Office und möchten einen eigenen Fonds auflegen? Egal ob offene oder geschlossene Fonds, Publikums- oder Spezialfonds, in Deutschland oder Luxemburg - wir haben als Service-KVG die Erfahrung und Expertise, Sie auf diesem Weg erfolgreich zu begleiten! Sprechen Sie uns an!



LUDGER WIBBEKE Geschäftsführer Service-KVG Real Assets

LUDGER.WIBBEKE@HANSAINVEST.DE

TELEFON +49 40 300 57-61 44

Virtuelle Vehikel verändern die Fondswelt

SECURITY-TOKEN IM SACHWERTE-SEGMENT

Is heute verbinden die meisten Investoren den Begriff Blockchain mit Bitcoins oder verwandten Kryptowährungen wie Ethereum, Tether oder Ripple. Tatsächlich ist der Bitcoin die erste Anwendung einer Blockchain auf den Finanzmärkten und gut zehn Jahre nach seinem Start eine – wenn auch nicht unumstrittene – Erfolgsgeschichte. Während Kritiker in der Kryptowährung ein gigantisches Ponzi-System sehen, begreifen Befürworter Bitcoin und Co. als „digitales Gold“. Eine Anlage, die zuallererst darauf ausgerichtet ist, unabhängig von den Entwicklungen an den Finanzmärkten, von übermäßigen Haushaltsdefiziten und den geldpolitischen Entscheidungen der Zentralbanken die Kaufkraft langfristig zu erhalten.

Die Spendenaufrufe der ukrainischen Regierung in Bitcoin dienen als jüngstes Beispiel für die Bewährung der Krypto- als Krisenwährung. Bereits im vergangenen Jahr wurde er in El Salvador als gesetzliches Zahlungsmittel zugelassen und in Venezuela ersetzt er zunehmend den inflationsgeplagten lokalen Bolivar als Zahlungsmittel im Alltag. Darüber hinaus stellen Kryptowährungen eine beliebte Anlageform dar.

Institutionelle Investoren haben die Entwicklungen bislang zumeist von der Seitenlinie aus beobachtet, wenn auch nicht ganz ohne Interesse. Neben der Befürchtung, in einem von hoher Volatilität und Hype-Tendenzen geprägten Graubereich zu agieren, hat vor allem der Mangel an einer umfassenden

und klaren Regulierung des Krypto-Segments für deren Zurückhaltung gesorgt.

Mittlerweile aber steigt die Akzeptanz für digitale Assets auch bei institutionellen Investoren. Weltweit wollen sieben von zehn Institutionellen in Blockchain-basierte Assets wie Kryptowährungen investieren, wie eine Umfrage von Fidelity Digital Assets unter 1.100 Institutionen, Family Offices und professionellen Investoren ergibt. Einen Schub erfährt das Krypto-Segment zudem durch die Pläne der Europäischen Zentralbank, Bitcoin und anderen Kryptowährungen schon in absehbarer Zeit einen digitalen Euro entgegenzusetzen.

Experten argumentieren, bereits die bloße Tatsache, dass sich längst eine kritische Masse ernstzunehmender Investoren in Kryptoassets engagiere, zementiere deren Rolle als eigenständige Anlage-Klasse. Bitcoin solle von institutionellen Investoren als eigenständiges Makro-Asset wie Gold behandelt werden.

Ganz unabhängig von der weiterhin debattierbaren Rolle von Kryptos als Wertaufbewahrungsmittel und Investitionsobjekt erscheint eines klar: Das breite Krypto-Ökosystem wird weite Teile der Finanzindustrie verändern. Denn es bietet zahllose Anwendungsmöglichkeiten, die viele der heute verbreiteten Finanzinstrumente und deren Übertragungswege ergänzen oder sogar ersetzen könnten.

Insbesondere Banken, Asset Manager und ihre Dienstleister wie die Verwahrstellen, aber auch traditionelle Börsen müssen sich diesen Veränderungen stellen, um die wachsende Nachfrage der Investoren zu bedienen und eine Infrastruktur zu etablieren, die den Anforderungen unterschiedlicher Investorengruppen gerecht wird. Tatsächlich haben längst etliche von ihnen Projekte, Abteilungen und Tochtergesellschaften ins Leben gerufen, um das Krypto-Feld nicht komplett an Fintechs zu verlieren. Vielmehr geht es darum, die Entwicklungen aktiv mitzugestalten und sich entsprechend zu positionieren – auf technologischer aber vor allem auch auf regulatorischer Seite.

Denn noch ist der regulatorische Rahmen, in dem sich institutionelle Investoren und die gesamte Asset-Management-Branche bewegen, lückenhaft. Zahlreiche Regulierungsinitiativen auf europäischer und nationaler Ebene zeigen aber, dass die Entwicklung der Krypto-Welt auch für Gesetzgeber und Aufsichtsbehörden ein zentrales Thema ist. Auf europäischer Ebene zählen dazu etwa der Vorschlag des europäischen Parlaments zur Regulierung von Markets in Crypto Assets (MiCA) und das so genannte DLT Pilot Regime. Während die europäische MiCA-Initiative in Branchenkreisen aus nachvollziehbaren Gründen durchaus umstritten ist – bis kurz vor Abschluss der jüngsten Konsultationen stand ein Verbot von Krypto-Währungen im Raum –, wird das deutsche Regulierungsumfeld im Großen und Ganzen positiv bewertet.



Ludger Wibbeke
Geschäftsführer für das
Real-Assets-Geschäft der HANSAINVEST
Hanseatische Investment-GmbH

In Deutschland gibt es mit dem Fondsstandortgesetz (FoStoG) und dem Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG) seit vergangenem Jahr erstmals eine gesetzliche Grundlage für die Einführung von Kryptofonds. Das bleibt ein bis heute nicht genau bestimmter Begriff, der ganz unterschiedliche Strukturen umfasst. Denn Kryptofonds können einerseits Fonds sein, die in Kryptowerte investieren, also mittels Distributed Ledger Technologie (DLT) kreierte digitale Wertpapiere, so genannte Security-Token. Bis heute sind das zumeist die genannten Krypto-Währungen. Andererseits sind mittlerweile einige Spezialfonds mit Fokus auf Krypto-Werte auf dem Markt, aber auch klassische Publikumsfonds im Ucits-Mantel besetzen das Feld, soweit es der regulatorische Rahmen erlaubt.

Bitcoin und andere Krypto-Währungen sind indessen nur der Anfang. Denn prinzipiell lässt sich fast jedes Investment derart digitalisieren. Interessant erscheint insbesondere die Möglichkeit, Eigentumsrechte an Immobilien und anderen Sachwerten rein digital zu erfassen und zu verwalten. Darüber hinaus ist zu erwarten, dass sich künftig auch Fondsanteile selbst in tokenisierter Form handeln lassen werden.

Die dahinterstehende Technologie ist die Blockchain als spezielle Ausprägung einer DLT. Sie ist im Prinzip eine dezentral organisierte Datenbank, bei der sämtliche Informationen auf einer Vielzahl von Rechnern verteilt sind. Im Fall

tokenisierter Vermögensgegenstände zählen dazu Eigentumsrechte und damit verbundene Ansprüche sowie Transaktionen dieser Rechte, ebenso wie sämtliche weitere Gestaltungsmerkmale. Letztere umfassen vor allem eine eindeutige Identifizierung des Anlageobjekts, die Anzahl der angebotenen Tokens sowie ihr Ausgabepreis. Zusammengefasst werden diese Informationen in so genannten Smart Contracts, die als verschlüsselter Code auf dem dezentralen Netzwerk festgehalten werden.

Blockchain-Befürworter führen eine Menge Vorteile an, die tokenisierte Wertpapiere gegenüber traditionellen Anlageformen auszeichnen. So gibt es beispielsweise keine Mindestanlagesummen. Hinzu kommen geringe Transaktionskosten, schnelle Übertragung, Fälschungssicherheit und Transparenz. Das gilt insbesondere im Sachwerte-Segment und für andere illiquide Vermögensgegenstände wie Immobilien. Durch die Tokenisierung werden sie liquide und jederzeit in Echtzeit an entsprechenden Börsenplätzen oder direkt zwischen Marktteilnehmern handelbar.

Angesichts der genannten Vorteile gehen Optimisten davon aus, dass sich die virtuellen Vehikel schnell als Standard für viele Formen der Vermögensanlage etablieren werden. Tendenzen zur Tokenisierung von Sachwerten gibt es im Immobiliensektor seit rund drei Jahren: Nach erfolgreicher Platzierung des ersten durch die Bundesanstalt für Finanz-

dienstleistungsaufsicht (BaFin) gebilligten Immobilien-Tokens im Frühjahr 2019 gibt es derzeit bereits eine Handvoll weiterer Blockchain-basierter Immobilieninvestment-Angebote.

Anders als häufig suggeriert, repräsentieren diese allerdings kein direktes Eigentum an Anteilen der entsprechenden Immobilien. Vielmehr handelt es sich bei den bisherigen Security-Token-Offerings (STOs) um indirekte Immobilieninvestments in Form qualifiziert nachrangiger Schuldverschreibungen.

Das könnte sich angesichts der neuen Gesetzeslage zügig ändern. So sind zwar etliche Vorschriften des FoStoG kritikwürdig, weil sie allenfalls in Teilen die versprochenen Erleichterungen und Entbürokratisierungen für die Fondsverwaltung bringen, während sie den Aufwand an anderen Stellen sogar erhöhen. Aber immerhin erweitert das FoStoG, das im Wesentlichen das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), das Investmentsteuergesetz (InvStG) sowie Einkommensteuergesetz (EStG) und Umsatzsteuergesetz (UStG) abändert, das Anlagespektrum für offene Spezialfonds mit festen Anlagebedingungen. Künftig sind sämtliche Kryptowerte für die besonders verbreitete Fondsgattung in Höhe von bis zu 20 Prozent des Fondsvermögens erwerbbar. Auch in investimentsteuerlicher Hinsicht werden Kryptowerte in den Anlagekatalog der Spezial-Investmentfonds mit entsprechender 20-Prozent-Grenze aufgenommen.

Wünschenswert wäre gewesen, auch explizite Vorschriften zur Tokenisierung von Fondsanteilen in das Gesetz aufzunehmen, um auch in diesem Bereich der technologischen Entwicklung Rechnung zu tragen. Gleichzeitig würde dies ein klares Bekenntnis zu einer zeitgemäßen Modernisierung des Fondsrechts abgeben, um dadurch auch tatsächlich die Wettbewerbschancen des Fondstandorts Deutschland zu steigern.

Zumindest im Ansatz geregelt ist die Tokenisierung von Fondsanteilen im eWpG, das als Kernstück der Blockchain-Strategie der Bundesregierung gilt und unter anderem die Einführung von Wertpapieren über die Blockchain ermöglicht. Die Regelungen des eWpG betreffen aber vorerst nur Inhaberschuldverschreibungen. Eine Öffnung für weitere Inhaberpapiere ist für einen späteren Zeitpunkt vorgesehen. Zudem hat der Gesetzgeber zum Ende des Verfahrens noch etwas Wesentliches ergänzt: Durch eine Änderung des KAGB soll eine spätere Ausweitung des Anwendungsbereichs des eWpG auf Fondsanteile ermöglicht werden.

Zunächst sieht das eWpG die elektronische Begebung von Inhaberschuldverschreibungen durch Eintragung in ein elektronisches Register vor. Damit entfällt die bislang zwingend in Papierform auszufertigende Urkunde. Dabei sieht das Gesetz zwei Arten von elektronischen Wertpapierregistern vor: zentrale Wertpapierregister und dezentrale,

also auf Basis einer DLT geführte Kryptowertpapierregister. Während der Registerführer eines zentralen Wertpapierregisters ein Zentralverwahrer oder eine Depotbank sein muss, gibt es auch klare Anforderungen für die Registerführer der dezentralen Kryptowertpapierregister. Sie brauchen eine Erlaubnis als Finanzdienstleistungsinstitut und müssen im Interesse des Anlegerschutzes gewährleisten, dass das Kryptowertpapierregister auf einem fälschungssicheren Aufzeichnungssystem geführt wird, in dem Daten in der Zeitfolge protokolliert und gegen unbefugte Löschung sowie nachträgliche Veränderung geschützt gespeichert werden.

Die genannte Einführung elektronischer Anteilsscheine für Sondervermögen ist im laufenden Jahr zu erwarten. Indessen befindet sich die entsprechende Verordnung über Kryptofondsanteile (KryptoFAV) weiterhin im Entwurfsstadium. Abzuwarten bleibt daher, ob die finale Version die Stellungnahmen des Bundesverbands Alternative Investments (BAI) und des Bundesverbands Investment und Asset Management (BVI) berücksichtigt. Sie betreffen im Wesentlichen die Regelungen zu Registerführung und Verwahrung elektronischer Fondsanteile. Hier wünschen die Verbände Klarstellung, die im Entwurf noch fehlt. Es gelte sicherzustellen, dass Unternehmen, die eine Erlaubnis zur Kryptowertpapierregisterführung gemäß eWpG erlangen, schon aus Gleichbehandlungs- und Wettbewerbsgesichtspunkten nicht von

der Registerführung in Bezug auf Kryptofondsanteilscheine ausgeschlossen werden, heißt es vom BAI. Der Verband sieht hier erhebliche Gefahren, dass ansonsten genau diejenigen innovativen Unternehmen, die die Technologie vorantreiben und über einschlägige Expertise verfügen, keinen Marktzugang bekommen. Das, so heißt es, könne die Einführung von Kryptofondsanteilen in der deutschen Praxis erheblich verzögern oder sogar gänzlich verhindern.

Größere Bedeutung als die Tokenisierung von Fondsanteilen selbst dürfte indessen die vom FoStoG eröffnete Möglichkeit sein, in Kryptowerte zu investieren. Allerdings sind auch hier die Grenzen zu berücksichtigen, die das Gesetz für derartige Investments vorsieht. So stellt sich die Frage, ob ein tokenisierter Sachwert, beispielsweise eine Immobilie, dem Kryptoanteil des Fonds zugerechnet werden sollte oder doch anhand des Underlyings, also der Immobilie, kategorisiert wird. Immerhin ergeben sich aber schon jetzt einige alternative Strukturierungsmöglichkeiten.

Einen möglichen Weg in die Zukunft weist der Blick nach Liechtenstein. Im Fürstentum erlaubt das „Token- und VT-Dienstleister-Gesetz“ (TVT) – VT steht dabei für „Vertrauenswürdige Technologien“ – seit Anfang 2020 eine Tokenisierung von Immobilien, Kunstwerken, Oldtimern und anderen Sachwerten, aber auch von Aktien und Anleihen. Dabei hat das auch „Blockchaingesetz“ genannte TVTG Token

REAL ASSETS

als eigenständiges Rechtsinstrument festgelegt und einen klaren Rechtsrahmen geschaffen.

Es scheint durchaus denkbar, dass sich auch hier zu Lande in nicht allzu ferner Zukunft direkte Eigentumsrechte an Sachwerten, aber auch an Sachwertefonds in tokenisierter Form handeln lassen. Sicherlich werden blockchain-basierte Vehikel für Real Assets klassische Investment-Lösungen wie Fonds nicht von heute auf morgen ablösen. Sie werden sich aber zu einer gleichberechtigten Alternative entwickeln. Darauf sollten sich alle beteiligten Akteure, vom Anbieter über die heutigen Asset-Servicing-Gesellschaften bis hin zum Anleger, einstellen.

KONTAKT

Ludger Wibbeke
Geschäftsführer
Service-KVG Real Assets
ludger.wibbeke@hansainvest.de
Tel. :+49 40 300 57-61 44

Fünf Gründe für Investitionen in Waldflächen

Waldflächen sowie die aus Holz gewonnenen Fasern, sind für die Weltwirtschaft unverzichtbar: sie liefern nachwachsende Rohstoffe für Häuser, Möbel, Verpackungen, die Zellstoff- und Papierproduktion, Wärme und Energie. Die Wälder dienen aber nicht nur als Quelle für Holzfasern, sondern sind auch für ihren umweltbezogenen Nutzen, wie die Luft- und Wasserreinigung, den Nährstoffkreislauf und die Klimaregulierung wichtig. Jahrzehntlang befanden sich Waldflächen hauptsächlich in staatlicher Hand oder im Besitz vermögender Familien und Unternehmen. Vor rund 50 Jahren setzte jedoch ein Wandel ein, der zur Entstehung eines Investitionsumfelds für Waldflächen führte. Seitdem entwickelt sich dieses Anlagensegment ständig weiter und passt sich den sich wandelnden Märkten, klimatischen Bedingungen und Anlegerpräferenzen an.



Im Laufe der Jahre konnten Anlagen in Waldflächen eine überzeugende Erfolgsbilanz vorweisen. So wurde deutlich, dass Waldflächen durch laufende Erträge und Wertsteigerung hohe und beständige Renditen erzielen können. Angesichts der Globalisierung der Forstwirtschaft, insbesondere der wachsenden Nachfrage nach Holzfasern in Asien, bildeten sich neue Märkte außerhalb der USA: in Lateinamerika, Ozeanien und Europa. Weltweit setzt sich immer mehr die Erkenntnis durch, dass Waldflächen sowohl für die kommerzielle Nutzung als auch für vielfältige ökologische Zwecke bewirtschaftet werden können. Investitionen in Waldflächen können für Anleger eine besonders wichtige Rolle beim Klimaschutz und bei der Diversifizierung von Kohlenstoffquellen spielen. Die einzigartigen Vorzüge dieser Assetklasse machen Waldflächen zu einem dauerhaften Bestandteil vieler institutioneller Portfolios.

WARUM JETZT IN WALDFLÄCHEN INVESTIEREN?

Institutionelle Portfolios bestehen meist aus einer Kombination klassischer und alternativer Anlagen. Alternatives können unter anderem Private Equity, Real Estate, Infrastruktur, Agrarland und Waldflächen umfassen. Die Kapitalallokation in einzelnen Sektoren erfolgt anhand harter Auswahlkriterien. Wie bei allen alternativen Assetklassen gilt auch für Wald-

flächen: Der Platz in einem institutionellen Portfolio muss verdient werden. Die Argumente für Investitionen in Waldflächen beruhen daher auf fünf Grundsätzen:

GRUNDSATZ 1: Solide Marktgrundlagen

Investitionen in Waldflächen stellen eine hervorragende Möglichkeit dar, von der steigenden globalen Nachfrage nach Nutzholz zu profitieren. Angesichts einer wachsenden

PERFORMANCE VON WALDFLÄCHEN UND TRADITIONELLEN ASSETKLASSEN ÜBER 28 JAHRE (jährliche Renditen, 1992 – 2020)

	Durchschnitt	Standardabweichung	Sharpe Ratio
US-Equity	11,16 %	16,54 %	0,51
Equity (ex-US)	7,49 %	18,80 %	0,26
US-Fixed Income	5,81 %	4,29 %	0,73
Fixed Income (ex-US)	5,49 %	5,76 %	0,49
Waldflächen	9,26 %	9,62 %	0,68

Die Daten beruhen auf fortlaufenden einjährigen Gesamterträgen, die vierteljährlich für den Zeitraum vom 31.03.92 bis 31.12.2020 berechnet wurden. Die Assetklassen werden durch die folgenden Indizes abgebildet: US-Equity – Russell 3000 Index; Equity (ex-US) – MSCI ACWI ex-US Index; US-Fixed Income – Bloomberg Barclays US Aggregate Index; Fixed Income (ex-US) – Bloomberg Barclays Global Aggregate Index; Waldflächen – NCREIF Timberland Index.



Romina Smith
Managing Director
Head of Central Europe
Global Client Group

Bevölkerung, die auch immer wohlhabender wird, bietet diese Nachfrage attraktive Chancen für Investoren in ausgewählten Zielmärkten.

GRUNDSATZ 2: Attraktive Gesamttrendite bei stabilem laufendem Ertrag

Konjunkturabhängige und strukturelle Faktoren können das Kapital in Abschwungphasen sichern und sorgen für hohes Ertragspotenzial.

In den letzten dreißig Jahren konnten sich unseren Analysen zufolge die Renditen von US-Waldflächen mit denen traditioneller Assetklassen durchaus messen lassen. Waldflächen haben im Zeitraum von 1992 bis 2020 hinweg die Renditen von Anleihen in- und außerhalb der USA sowie von globalen Aktien (ohne USA) um 177 bis 377 Basispunkte übertroffen. Auf Basis der risikobereinigten Rendite haben Waldflächen sogar besser abgeschnitten als US-Aktien.

GRUNDSATZ 3: Portfolio-Diversifizierung

Die Renditen von US-Waldflächen wiesen in den letzten Jahrzehnten eine geringe Korrelation mit traditionellen Assetklassen auf.

Um die Effizienz eines Portfolios durch optimale Diversifizierung und Verringerung des Risikos zu verbessern, suchen Investoren nach Assetklassen mit möglichst negativer oder niedriger Korrelation untereinander. Die Renditen von

LANGFRISTIGE KORRELATIONEN (jährliche Renditen, 1992 – 2020)

	US-Equity	US-Fixed Income	Fixed Income (ex-US)	NCREIF Timberland	Equity (ex-US)
US-Equity	1				
US-Fixed Income	-0,06	1			
Fixed Income (ex-US)	0,06	0,70	1		
NCREIF Timberland	0,16	0,16	0,15	1	
Equity (ex-US)	0,77	-0,28	0,05	0,17	1

US-Waldflächen wiesen in den letzten Jahrzehnten nur eine geringe Korrelation mit traditionellen Assetklassen auf. Studien zeigen außerdem, dass private

Investitionen in relativ illiquide Kategorien von Real Assets – Waldflächen, Agrarland und Gewerbeimmobilien – geringe oder negative Korrelationen zu Aktien und Anleihen besitzen. Tatsächlich haben niedrige und negative Korrelationen zwischen den Renditen von Waldflächen und traditionellen Assetklassen im Zeitraum von 1992 bis 2020 sowie in den Jahren nach der globalen Finanzkrise (2008–2020) institutionellen Investoren Effizienzsteigerungen ermöglicht.

NACH DER GLOBALEN FINANZKRISE (jährliche Renditen, 2008 – 2020)

	US-Equity	US-Fixed Income	Fixed Income (ex-US)	NCREIF Timberland	Equity (ex-US)
US-Equity	1				
US-Fixed Income	-0,16	1			
Fixed Income (ex-US)	0,07	0,66	1		
NCREIF Timberland	-0,33	-0,28	-0,31	1	
Equity (ex-US)	0,92	-0,09	-0,26	-0,13	1

Die Daten beruhen auf fortlaufenden einjährigen Gesamttrenditen, die vierteljährlich für den Zeitraum vom 31.03.92 bis 31.12.2020 berechnet wurden. Die Assetklassen werden durch die folgenden Indizes abgebildet: US-Equity – Russell 3000 Index; Equity (ex US) – MSCI ACWI ex-US Index; US-Fixed Income – Bloomberg Barclays US Aggregate Index; Fixed Income (ex-US) – Bloomberg Barclays Global Aggregate Index; Waldflächen – NCREIF Timberland Index.

Die fehlende Korrelation ist vor allem darauf zurückzuführen, dass ein Teil der Rendite durch das natürliche Wachstum der Bäume erwirtschaftet wird, das von Marktbewegungen unberührt bleibt. Eine zusätzliche Quelle unkorrelierter Renditen sind Zahlungen für Ökosystemleistungen, wie z. B. Emissionsrechte, mit denen sich die Diversifizierungsvorteile von Investitionen in Waldflächen noch weiter erhöhen lassen.

GRUNDSATZ 4: Eine Absicherung gegen Inflationsrisiken

Waldflächen bieten Investoren nach wie vor Aussicht auf Absicherung gegen Inflation.

In der Vergangenheit galten Waldflächen bei institutionellen Investoren als optimale Absicherung gegen Inflationsrisiken. Zwischen 1992 und 2020 lag die Korrelation zwischen dem Verbraucherpreisindex in den USA und Waldflächen im positiven Bereich und übertraf damit diejenige zwischen der Inflation und traditionellen Assetklassen. Seit mehreren Jahrzehnten ist der Zusammenhang zwischen den von Waldflächen erzielten Renditen und

der Inflation durchgehend positiv geblieben. Auch künftig sollte die Performance von Waldflächen bei steigenden Preisen mit der Inflationsrate Schritt halten oder diese sogar übertreffen.

GRUNDSATZ 5: Messbare Klimavorteile

Die niedrige CO₂-Intensität von Waldflächen und die Möglichkeit, damit Emissionsrechte zu generieren, können Investoren bei der Erreichung ihrer Klimaziele unterstützen.

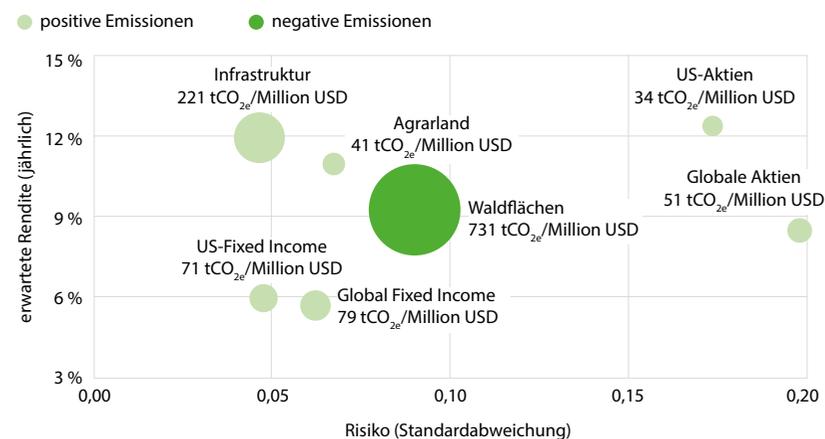
Waldflächen stellen eine unmittelbare Investition in eine Technologie zur Kohlenstoffbindung dar. Die natürliche Eigenschaft von Bäumen, Kohlenstoff aus CO₂ zu binden und zu speichern, ist derzeit die einzige bewährte und skalierbare Technologie, um Treibhausgasemissionen aus der Atmo-

sphäre zu entfernen. Zudem dürfte im Zuge der steigenden Nachfrage nach Baumaterialien mit niedriger CO₂-Intensität und nachhaltigen Produktionsfaktoren auch die Nachfrage nach Nutzholz aus nachhaltig bewirtschafteten Wäldern weiterwachsen. Waldflächen weisen die niedrigste durchschnittliche CO₂-Intensität (d.h. Nettoemissionen pro investiertem Dollar) aller Assetklassen auf, und zwar sowohl unter alternativen als auch traditionellen Assetklassen. Ein Teil des Kapitals in Waldflächen zu investieren – die negative Nettoemissionen aufweisen – kann einen Ausgleich für emissionsintensivere Sektoren innerhalb eines institutionellen Portfolios leisten und dazu beitragen, Klimaziele wirksam zu erreichen, ohne dabei unnötig auf Rendite verzichten zu müssen.

Abgesehen von den Vorteilen auf Portfolioebene bietet das Potenzial von Waldflächen, verifizierte Emissionsrechte zu erzeugen, einen zusätzlichen Mehrwert für Investoren. Die Zertifikate können zur Erhöhung der finanziellen Rendite monetarisiert werden, vom Waldbesitzer zum Ausgleich seiner Emissionen behalten werden, oder einfach stillgelegt werden. Die Vorteile werden sowohl durch die Verifizierung von Emissionsrechten als auch durch eine standardisierte, mit der EU-Taxonomie und den IPCC-Leitlinien konforme Berichterstattung quantifiziert.

Worauf lässt sich die positive Korrelation der Rendite von Waldflächen mit der Inflation zurückführen? Aus Waldflächen

RISIKO, RENDITE UND CO₂-INTENSITÄT



werden die Rohstoffe für viele Produkte im Warenkorb, der den Verbraucherpreisindizes zugrunde liegt, gewonnen (z. B. Baumaterialien, Möbel, Zellstoff, Papier und Verpackungen). Zunehmende Preise für diese Produkte sowie die Bereitschaft, mehr für Nutzholz zu bezahlen, spiegeln sich in steigenden Inflationsraten wider. Durch die gestiegenen Nutzholzpreise wachsen auch die laufenden Erträge, was letztlich zu einer Aufwertung des zugrunde liegenden Vermögenswerts führt – ein Indikator für die positive Korrelation zwischen der Inflation und der Wertentwicklung von Waldflächen.

Zudem haben wir festgestellt, dass sich der Anteil der laufenden Erträge an der von Waldflächen erzielten Gesamtrendite tendenziell resistent, von Konjunkturzyklen unabhängig entwickelt. Dagegen ist die Wertsteigerungskomponente in der Regel weniger konjunkturrempfindlich. Schließlich besitzen Waldflächen auch eine solide Wertaufbewahrungsfunktion, erwiesen sie sich doch während der letzten vier Rezessionen in den USA als widerstandsfähig. Diese langfristige Resilienz ergibt sich aus den beiden Renditequellen (Wertsteigerung und laufendem Ertrag) sowie der Tatsache, dass Wälder unabhängig von Marktschwankungen oder Geschäftszyklen wachsen. Konjunkturelle Bedingungen spielen beim kontinuierlichen Anstieg der Nutzholzerzeugung kaum eine Rolle.

Darüber hinaus haben Eigentümer von Waldflächen bei ungünstigen Nutzholzpreisen in einem bestimmten Quartal oder Marktsegment unter Umständen die Möglichkeit, die Ernte zu verschieben und das Holz im Wald zu lassen, bis sich die Preise erholen.

Investitionen in Waldflächen stellen eine hervorragende Möglichkeit dar, von der steigenden globalen Nachfrage nach Nutzholz zu profitieren. Angesichts einer wachsenden Bevölkerung, die auch immer wohlhabender wird, bietet diese Nachfrage attraktive Chancen für Investoren in ausgewählten

Zielmärkten. Durch die steigende Weltbevölkerung und das Wirtschaftswachstum wird sowohl in den Schwellen- wie auch in den Industrieländern die Nachfrage nach Holz und zahlreichen forstwirtschaftlichen Erzeugnissen angekurbelt.

Das durchschnittliche Pro-Kopf-BIP wird voraussichtlich von aktuell circa 10.500 US-Dollar auf über 16.500 US-Dollar im Jahr 2040 steigen. Dabei wird erwartet, dass das Pro-Kopf-Einkommen in aufstrebenden Märkten wie Indien oder China, wo die Nachfrage nach Holzprodukten für den Binnenkonsum und den Export steigen dürfte, am stärksten zunimmt. In Industrieländern wie den USA und den EU-Ländern dürfte das Wirtschaftswachstum ebenfalls zum Anstieg der Holz- nachfrage führen. Hier wird Holz vermehrt als kohlenstoff- armer Rohstoff im Verarbeitenden Gewerbe eingesetzt.

FAZIT

Vorteile auf Portfolioebene sowie Wertsteigerungen durch CO₂-bezogene Faktoren sprechen für eine Investition in Waldflächen

Die Nachfrage nach Holz und damit verbundenen Produkten dürfte im Zuge des globalen Wirtschaftswachstums steigen, vor allem in den Schwellenländern und auf den wachsenden

Märkten für CO₂-arme Produktionsfaktoren und Waldkohlenstoff selbst.

Wenngleich die Renditen von US-Waldflächen in Folge der anhaltenden Erholung des Wohnungsmarkts in den letzten zehn Jahren gesunken sind, haben Waldflächen dank ihrer geringen Volatilität und stabilen laufenden Erträgen auf risikobereinigter Basis besser als US-Aktien abgeschnitten.

Diese Assetklasse bietet wegen ihrer durchgängig niedrigen oder negativen Korrelationen zu traditionellen Anlagegattungen erhebliche Diversifizierungsvorteile.

Waldflächen werden voraussichtlich eine verlässliche Absicherung gegen steigende Inflationsraten bleiben.

Als natürliche Klimalösung stellen Waldflächen für Kapitalbesitzer und -verwalter eine leistungsfähige Quelle für die Dekarbonisierung ihres Portfolios dar, die zudem die Möglichkeit zur Schaffung von verifizierten Emissionsrechten bietet.

Mehr zu Investitionen in Waldflächen finden Sie in unserem aktuellen Researchartikel unter nuveen.com/timberland5reasons.

KONTAKT

Romina Smith
Managing Director
Head of Central Europe
Global Client Group
Romina.Smith@nuveenglobal.com
Tel.: +49 69 667736 871

nuveen
A TIAA Company



nuveen

A TIAA Company

Resilienz durch Real Assets

Mit einer globalen Real-Assets-Plattform von über € 130 Mrd. AUM bieten wir Zugang zu dauerhaftem, langfristigem Kapitalwachstum und Renditechancen durch Immobilien, Agrarwirtschaft, Agrarflächen, Waldflächen und Infrastruktur.

nuveen.com

AUM zum 31. Dezember 2021. Nur für professionelle Anleger. Investitionen sind mit Risiken verbunden; ein Kapitalverlust ist möglich. Real Assets sind als Anlageklasse im Vergleich zu traditionellen Anlageklassen weniger entwickelt, illiquider und weniger transparent. Nuveen bietet Anlageberatungslösungen über Tochtergesellschaften an.

GAD-2065639CR-E0422X

36030

Natürliche Klimalösungen – Real Assets-Sachwerte als effektive Lösung

Die Welt wird sich der Gefahren und Risiken des Klimawandels zunehmend bewusst. Vor diesem Hintergrund rücken nachhaltige und verantwortungsvolle Investitionen immer mehr in den Fokus und gehören mittlerweile zu den wichtigsten Anlagethemen weltweit. Anlagen in Sachwerte können unseres Erachtens einen wesentlichen Beitrag zur Lösung einiger der grössten Probleme der Gegenwart leisten – vom Klimawandel über den Verlust der Biodiversität bis hin zu sozioökonomischer Ungleichheit.

IN DIE NATUR INVESTIEREN, UM DEN KLIMAWANDEL AUFZUHALTEN

Natürliche bzw. naturnahe Klimalösungen (Natural Climate Solutions, NCS) sind bewusste Entscheidungen im Rahmen der Bewirtschaftung, die zu mehr CO₂-Speicherung oder zur Vermeidung von Treibhausgasemissionen führen und umfassen Wälder, Moore, Weide- und Ackerland in aller Welt.

Bäume und Böden verfügen über enormes Potenzial zur Speicherung von CO₂: Untersuchungen¹ zufolge können NCS die Umsetzung von „mehr als einem Drittel der zwischen jetzt und 2030 benötigten Klimaschutzmassnahmen zur Begrenzung der Erderwärmung auf unter 2°C ermöglichen.“ „Natürliche Kohlenstoffsenken“ wie etwa Wald- und Ackerland

nehmen auf organischem Wege CO₂ aus der Atmosphäre auf – und dies im Vergleich zu anderen Technologien zur Kohlenstoffbindung² zu den geringsten Kosten pro Tonne.

In der Forstwirtschaft können verschiedene verbesserte Bewirtschaftungsmethoden dazu beitragen, das Potenzial für die Speicherung von CO₂ zu optimieren. Hierzu zählen der Schutz und die Wiederherstellung von Forstgebieten mit hohem Erhaltungswert, der Schutz von Wasserläufen, die Unterstützung einheimischer und die Kontrolle invasiver Arten, die Erweiterung oder Begrenzung von Erntezyklen und eine Einschränkung des Chemikalieneinsatzes. In der Landwirtschaft kommen regenerative Praktiken zum Einsatz, darunter der Anbau von Deckfrüchten, eine weniger intensive Bodenbearbeitung, Plantagenrecycling, Kompostausbringung, die Integration von Vieh und Bestäubern, nachhaltiges Wassermanagement und integriertes Schädlingsmanagement.

DIE FOLGEN DER BIODIVERSITÄT VERSTEHEN UND BEWERTEN

Allmählich wächst bei Investoren das Bewusstsein, dass neben dem Klimawandel auch die abnehmende Biodiversität und die damit einhergehenden Anlagerisiken ein enormes

Problem darstellen. In einer aktuellen Umfrage unter Asset Managern und Investoren in 35 Ländern zeigten sich 84 Prozent der Teilnehmenden „sehr besorgt über den Verlust der Biodiversität“ und im „Global Risks Report 2020“ des Weltwirtschaftsforums wird die zurückgehende Biodiversität als folgenreichstes Risiko des kommenden Jahrzehnts eingestuft. Es herrscht jedoch Unsicherheit, wie mit den Risiken und Chancen im Bereich Biodiversität umzugehen ist: Der Studie zufolge haben 72 Prozent der Anleger die Folgen ihrer Anlagen auf die Biodiversität noch nicht bewertet und „70 Prozent sind überzeugt, dass das Fehlen einer Datengrundlage eines der wichtigsten Hindernisse für Anlagen darstellt, die sich positiv auf die Biodiversität auswirken.“

Doch auch wenn konkrete Daten zur Biodiversität nur in begrenztem Umfang vorliegen, stehen Asset Managern einige Analysemechanismen zur Verfügung. Die Finanzbranche weiß den Wert von Diversität zu bewerten – schließlich ist dies ein gängiges Kriterium in der quantitativen Analyse, der Messung von Volatilität und Credit Spreads. Wir verstehen immer besser, wie sich Klimadaten in die Finanzmodellierung integrieren lassen. Wie können wir also die Wissenschaft der Biodiversität – einschließlich der Messung des Artenreichtums, der Wasserqualität und des Kohlenstoffs im Boden – mit unserer bereits vorhandener Finanzexpertise verbinden?



Christoph Schumacher
Global Head of Real Assets
Manulife Investment Management

Beim Thema Biodiversität ist der Investmentsektor darauf angewiesen, dass Wissenschaftler die Folgen und Abhängigkeiten von Anlagen messen, nachverfolgen, beobachten und prüfen. Wir benötigen eine wissenschaftliche Bestandsaufnahme der Artenvielfalt und Wasserqualität sowie des Kohlenstoffs im Boden, damit Mapping und Modellierung gelingen. Manulife Investment Management beschäftigt in seinem auf Waldland spezialisierten Team Wildtierbiologen, die für die von uns verwalteten Wälder Biodiversitäts-Indizes erstellen. Aus diesem Grund haben wir Richtlinien für Wildtiere und Biodiversität verfasst, an denen wir unsere Research-Prozesse und unseren Portfolioaufbau ausrichten.

Eine Vielzahl internationaler Initiativen befasst sich bereits damit, die Folgen wirtschaftlicher Aktivitäten auf die Biodiversität zu messen und qualitative Bewertungen zu entwickeln, um die entsprechenden Aktivitäten zu analysieren und adäquat auf sie zu reagieren. Die Frage lautet: Wie setzen wir grosse Datenmengen und Analysetools sinnvoll für Investments in Unternehmen, Projekte und Assets ein, um Risiken in Zusammenhang mit Biodiversität entgegenzuwirken? Wie können Anleger aktiv zur Stärkung der Ökosysteme beitragen, auf die wir alle angewiesen sind?

Unternehmen können ihre Auswirkungen auf die Biodiversität genauso berechnen, wie sie es auch mit ihren CO₂-Emissionen tun. Dafür stehen ihnen zahllose qualitative und quantitative

Methoden zur Verfügung. Wo auch immer wir Sachwerte besitzen und managen, beziehen wir Biodiversität in den Lebenszyklus unserer Research- und operativen Tätigkeiten und in unser laufendes Risikomanagement ein. Beispiele hierfür sind:

■ **Landwirtschaftlich genutzte Flächen**

In Kalifornien verwalten wir Lebensraum für Honigbienen und Bestäuber. Knapp 6,5 Hektar davon dienen der Erzeugung zusätzlicher Nahrungsquellen, die die Gesundheit der Honigbienen verbessern. Aus zahlreichen Gründen gehen viele Bienenvölker verloren. Die Pflanzung von Bienenweiden verbessert die allgemeine Stärke des Bienenvolks sowie die Produktivität benachbarter Obstgärten.

■ **Waldland**

Mit unserer globalen Strategie stellen wir sicher, dass unsere Investments weder direkt noch indirekt zur Entwaldung beitragen. Darüber hinaus setzen wir mit unserem Programm für bedrohte Arten und Kommunen auf Aktionspläne: die Schaffung eines Problembewusstseins, Modellierung und Gutachten – jeweils in unterschiedlichen Kombinationen und mithilfe adaptiver Managementverfahren. Ziel ist die Entwicklung eines Biodiversitäts-Index für jede Liegenschaft. Statt jede Tier- und Pflanzenart einzeln zu managen, entscheiden wir uns

für einen systematischen Ansatz zur Förderung der Biodiversität. Dabei bewahren wir die diversen Arten durch ein Ökosystem-Management, in dessen Rahmen wir eine Diversität unterschiedlicher Waldstrukturen schaffen und erhalten.

ENGE AUSRICHTUNG AN DEN NACHHALTIGKEITSZIELEN DER UN

Zusätzlich zu den Vorteilen in Bezug auf die CO₂-Bindung und die Biodiversität können Anlagen in Wald- und Ackerland auch zur Erreichung anderer nichtfinanzieller Ziele im Bereich Umweltschutz, Soziales und Governance (ESG) beitragen. Die kommerzielle Produktion auf nachhaltig bewirtschafteten Flächen ist eng an den Zielen der Vereinten Nationen für eine nachhaltige Entwicklung („sustainable development goals“, SDGs) ausgerichtet. Dies betrifft insbesondere die folgenden Ziele: „Kein Hunger“, „Sauberes Wasser“, „Menschenwürdige Arbeit und Wirtschaftswachstum“, „Maßnahmen zum Klimaschutz“ und „Leben an Land“.

Wald- und Ackerland befinden sich beispielsweise in der Regel im ländlichen Raum, wo die kommerzielle Bewirtschaftung von Wäldern und Höfen bedeutende wirtschaftliche Vorteile bringen kann.

Ziele für nachhaltige Entwicklung der UN	Die Maßnahmen im Detail
<p>2 KEIN HUNGER</p>	<p>Skalierung ermöglicht Ernährungssicherheit in Ländern, in denen wir tätig sind, sowie in anderen Ländern</p> <p>Nachhaltige Anbaumethoden anwenden und fördern</p> <p>Landwirtschaftliche Produktivität sichern und steigern</p>
<p>6 SAUBERES WASSER UND SAUBERE WASSERWIRTSCHAFTEN</p>	<p>Wasser effizient für den Anbau gesunder Pflanzen verwenden</p> <p>Neue Methoden zur Verringerung des Wasserverbrauchs in unserem gesunden Betrieb ermitteln</p> <p>Erdspeicher zur Sammlung von Regen- und Hochwasser einsetzen</p>
<p>8 ANWACHSENDE UND INKLUSIVE WIRTSCHAFTEN</p>	<p>In natürliche Ressourcen zur Erzielung von sozialen Vorteilen auf lokaler und globaler Ebene investieren</p> <p>Arbeitsplätze in ländlichen Gebieten schaffen</p> <p>Sichere und gesunde Arbeits- und Lebensbedingungen fördern</p>
<p>13 MASSNAHMEN ZUM KLIMASCHUTZ</p>	<p>Möglichkeiten zur Kohlenstoffbindung schaffen</p> <p>In erneuerbare Energien und Energieeffizienz investieren</p> <p>Wissenschaftliche Forschung und Politikanalyse zum Thema globaler Wandel unterstützen</p>
<p>15 LEBEN AN LAND</p>	<p>Ökologisch sensible Flächen und biologische Vielfalt schützen</p> <p>Zertifizierung unserer Waldflächen durch Dritte</p> <p>Nutzungsrechte zu Naturschutzzwecken</p>

Quelle: Ziele für nachhaltige Entwicklung (SDGs) der Vereinten Nationen von 2015.

Institutionelle Anleger haben Zugang zu Kapital, mit dem sie die Entwicklung neuer wissenschaftlicher, technologischer und bewirtschaftungstechnischer Systeme vorantreiben können, über die höhere Erträge generiert und gleichzeitig Ressourcen effizienter eingesetzt werden können. Investitionen in Wald- und Ackerland können somit attraktive Renditen generieren und gleichzeitig die ökologischen und sozialen Bedingungen verbessern.

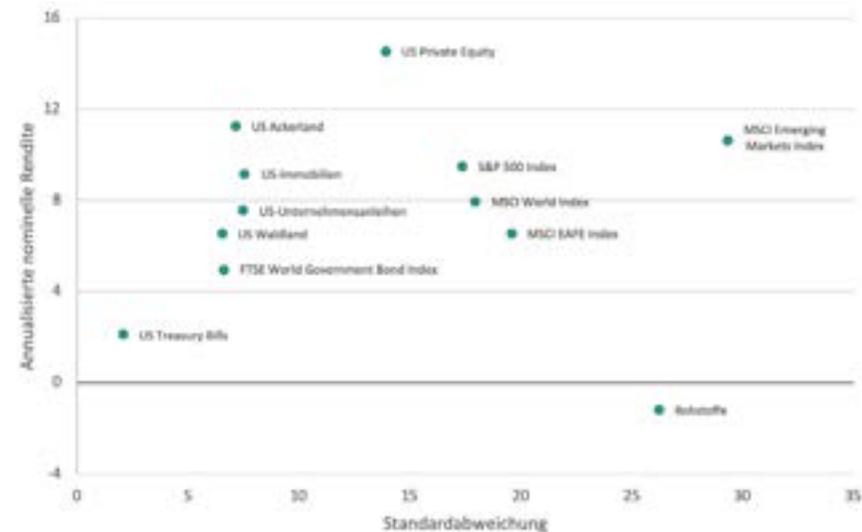
SACHWERTE MIT KOMPLEMENTÄREN ATTRIBUTEN

Sachwerte wie Wald- und Ackerland bieten neben ihren Nachhaltigkeitsmerkmalen auch Diversifikationsvorteile für ein Portfolio, attraktive Risiko/Rendite-Eigenschaften und eine natürliche Absicherung gegen Inflation. Zudem stellen sie eine Möglichkeit dar, von zunehmenden globalen Konsumtrends, die sich positiv auf die Nachfrage auswirken, ebenso zu profitieren wie vom wachsenden Anlegerinteresse an einer „Dekarbonisierung“ ihrer Portfolios.

In den vergangenen 40 Jahren wiesen die Renditen von Waldland eine positive Korrelation mit Inflation auf. Unsere Analyse des Holzmarkts für die erste Jahreshälfte 2021 deutet darauf hin, dass die derzeitige Rückkehr des Inflationsdrucks in den Industrieländern die Renditeperformance von

INVESTMENTS IN WALD- UND ACKERLAND WEISEN HISTORISCH GERINGE VOLATILITÄT UND ATTRAKTIVE RISIKOBEREINIGTE RENDITEN AUF

Historische Rendite und Standardabweichung, 2020 – 2020 (in %)



Mehr Informationen zu den Quellen des Diagramms auf Seite 64.

US-Waldinvestments verbessern könnte. Auch der Ausblick für den Landwirtschaftssektor in den USA hat sich angesichts der Erholung der globalen Nachfrage bei gleichzeitig sinkenden Lagerbeständen deutlich verbessert³.

Diese Anlageklassen sind jedoch nicht frei von Risiken, wie uns Waldbrände in aller Welt jüngst wieder vor Augen geführt haben. Asset Managers sollten sich daher die Bedeutung von Nachhaltigkeit für das Management von Forst- und Ackerland bewusst machen und den Anlegern klar aufzeigen, wie sie die verbundenen Risiken mithilfe disziplinierter Due Diligence und zuverlässiger Zertifizierungen steuern.

Wenn Sie weitere Informationen wünschen oder die Eigenschaften von Wald- und Ackerland Investments im Detail erörtern möchten, besuchen Sie bitte [manulifeim.com/investingintimberandagricultureDE](https://www.manulifeim.com/investingintimberandagricultureDE)

Im Vereinigten Königreich: Herausgegeben und genehmigt von Manulife Investment Management (Europe) Limited. Eingetragen in England unter der Nr. 02831891. Sitz: One London Wall, London EC2Y 5EA.

Zugelassen und reguliert von der Financial Conduct Authority. Im EWR: Herausgegeben und genehmigt von Manulife Investment Management (Ireland) Limited. Sitz: Second Floor, 5 Earlsclott Terrace, Dublin 2, D02 CK83, Irland.

1 Quelle: www.wbcsd.org/Programs/Climate-and-Energy/Climate/Natural-Climate-Solutions, 2021

2 Quelle: Goldman Sachs Carbonomics Report, Juni 2020

3 Quelle: Wall Street Journal, Januar 2021

Quellen: Die Daten zum Waldland beziehen sich auf den NCREIF Timberland Index (Stand: 31.12.2020). Die Daten zum Ackerland beziehen sich auf den NCREIF Farmland Index (Stand: 31.12.2020). Die Daten zu Gewerbeimmobilien beziehen sich auf den NCREIF Property Index (Stand: 31.12.2020). Die Daten zu Small-Cap-Aktien beziehen sich auf die Ibbotson-Serie IA SBBI U.S. Small Stock TR USS (Stand: 31.12.2020). Die Daten zu Nicht-US-Aktien beziehen sich auf den MSCI/EAFE International Equities Index (Stand: 31.12.2020). Die Daten zu Unternehmensanleihen beziehen sich auf die Ibbotson-Serie IA SBBI U.S. LT Corp TR USD, Stand: 31.12.2020). Die Daten zu Treasury Bills beziehen sich auf die Ibbotson-Serie IA SBBI U.S. 30 Day Tbill TR USD, Stand: 31.12.2020). Die Daten zum Verbraucherpreisindex stammen vom US Bureau of Labor Statistics (Stand: 31.12.2020). Der S&P 500 Index stammt von Standard & Poor's Financial Services LLC (Stand: 31.12.2020). Die Daten zu US Private Equity beziehen sich auf den Cambridge Associates Private Equity Index (Stand: 31.12.2020). Die Daten zu forstwirtschaftlichen Erzeugnissen aus den USA beziehen sich auf die Serie S&P Composite 1500 Paper and Forest Products (Stand: 31.12.2020).

KONTAKT

Nicole Kudlek
Managing Director, Head of Sales and
Relationship Management Germany
nicole_kudlek@manulifeam.com
Mobil: +49 173 280 30 45
Tel.: +49 69 5095 5676

 **Manulife**
Investment Management

An aerial photograph of a two-lane road on a tropical island. The road is paved and has a few cars driving on it. The surrounding landscape is lush green with dense vegetation and palm trees. The water is a vibrant turquoise color, and the sky is clear and blue.

Manulife Investment Management

Ihr Zugang zu Private Markets Opportunitäten

Seit Jahrzehnten setzen wir auf Private Markets Strategien zur Verbesserung der Diversifikation und zum Erzielen attraktiver risikobereinigter Renditen. Heute verlassen sich Anleger auf unsere Expertise und unsere Marktposition, um einer Vielzahl von Bedürfnissen gerecht zu werden – von nachhaltigen Impact-First-Anlagen und Sachwerten bis hin zu Private Equity und Credit.

Erfahren Sie, wie Anleger mit unserer Unterstützung diese Chancen wahrnehmen können.



manulifeim.com/privatemarkets

2022 Manulife, Manulife Investment Management, Stylized M Design und Manulife Investment Management & Stylized M Design sind Markenzeichen der The Manufacturers Life Insurance Company und werden von ihr sowie von ihren verbundenen Unternehmen per Lizenz genutzt.

Immobilienkredite als Anlageklasse in Zeiten von Inflation und steigenden Zinsen

Die Nachfrage nach Immobilienkreditfonds dürfte weiterhin, unter anderem auch auf Grund des anspruchsvollen makroökonomischen Umfelds und der Diversifikationsvorteile, hoch bleiben.

IMMOBILIENKREDITE UND IHRE EIGENSCHAFTEN

Kreditfonds („Debt Fonds“), die in Immobilienkredite investieren, sind eine verhältnismäßig neue Anlageklasse, die in ihrer derzeitigen Form in Europa erst durch die Finanzkrise 2008 und den daraus resultierenden regulatorischen Kapitalanforderungen für Banken entstanden ist. Die höheren regulatorischen Kapitalanforderungen für Banken haben in Europa ein „Financing Gap“ entstehen lassen, das unter anderem durch die angesprochenen Kreditfonds geschlossen worden ist.

Um die Auswirkungen von Inflation und steigenden Zinsen auf Immobilienkredite bzw. Kreditfonds zu diskutieren, hilft ein kurzer Blick auf die Eigenschaften und Vorteile dieser Instrumente.

Grundsätzlich handelt es sich bei Immobilienkrediten um einen privaten Markt, in dem Finanzierungen für den Erwerb oder die Sanierung bzw. Entwicklung von Immobilien bereitgestellt werden. Diese privaten Darlehen sind durch die zugrunde liegenden Immobilien besichert, weshalb diese

Form der Finanzierung typischerweise auch als „Asset Financing“ bezeichnet wird. Daraus folgt, dass ein signifikanter Teil des Kreditrisikos auf die zugrunde liegende Immobilie und damit verbundene übergeordnete Risikofaktoren wie z. B. die Lage, Qualität und Lebenszyklusphase (Bestand vs. Bau/Entwicklung) der Immobilie sowie den Sektor (Büro, Logistik, Wohnen, Einzelhandel etc.) zurückzuführen ist.

Darüber hinaus kann man zwischen verschiedenen Darlehensarten unterscheiden, z. B. zwischen erstrangigen („Senior“) und nachrangigen („Junior“) Darlehen, die in der Regel mit einem „Investment-Grade“- bzw. einem „High-Yield“ Kreditprofil vergleichbar sind. In diesem Zusammenhang ist der Auslauf, auch „Loan-to-Value“ (LTV) genannt, als zentrale Kennzahl zu nennen, die die Kreditsumme in das Verhältnis zum Immobilienwert setzt. Je niedriger der LTV, desto geringer das Kreditrisiko und die Rendite aus Sicht des Kreditgebers. Folglich ist der LTV bzw. der Verschuldungsgrad in Verbindung mit der Art der Finanzierung (Bestands- vs. Baufinanzierung) sowie den oben erwähnten Risikofaktoren in Bezug auf die zugrunde liegenden Immobilien die zentralen Elemente des Kreditrisikos.

Der Höhe des Kreditrisikos entsprechend können unterschiedliche Renditen mit verschiedenen Investmentstrategien erzielt werden. Grundsätzlich lässt sich aber beobachten, dass die Rendite von Immobilienkrediten eine Prämie gegenüber dem

Anleihenmarkt bei vergleichbarem Kreditprofil enthält, die auf die Komplexität und Illiquidität zurückzuführen ist. Dies ist insbesondere auf die Tatsache zurückzuführen, dass es im Regelfall keinen Sekundärmarkt für die gewährten Kredite gibt, die somit bis zum Ende der Laufzeit gehalten werden müssen. Im erstrangigen Senior Segment beträgt diese Prämie in etwa 0,5 Prozent bis 1,5 Prozent, während der nachrangige Junior Bereich auf Grund der höheren Komplexität eine Prämie zwischen ca. 1,5 Prozent und 3,5 Prozent bieten kann.

Neben der Illiquiditäts- und Komplexitätsprämie sind Vertragsklauseln oder sogenannte „Covenants“ ein weiteres für den Immobilienkreditmarkt charakteristisches Element, das auf die private Natur des Marktes zurückzuführen ist. So erlauben „Cash Trap/Sweep“ und „Default Covenants“ dem Kreditgeber bereits frühzeitig, bei einem drohenden Wertverlust der zugrunde liegenden Immobilien einzugreifen, um potenzielle Kreditverluste möglichst zu minimieren. Konkret schränken diese Vertragsklauseln z. B. die Möglichkeit des Eigentümers ein, eine Dividende auszuschütten („Cash-Trap“) und verpflichten ihn stattdessen, etwaige überschüssige Barmittel für die vorzeitige Rückzahlung des Kredites zu verwenden („Cash Sweep“), wenn bestimmte vordefinierte Werte, wie z. B. der LTV überschritten werden. Alternativ kann der Kreditnehmer die Verletzung der „Covenants“ heilen, indem zusätzliches Eigenkapital in die Struktur eingebracht



Tim Knapp
Investment Specialist Private Debt
Real Estate Debt
DWS Group

wird. An dieser Stelle ist zu erwähnen, dass Nachrangkredite typischerweise über eigenständige „Cash Trap/Sweep“ und „Default Covenants“ verfügen und darüber hinaus indirekt von den „Covenants“ der erstrangigen Darlehen profitieren.

GRÜNDE FÜR DIE STARKE NACHFRAGE NACH IMMOBILIENKREDITFONDS

Auf Basis der beschriebenen Charakteristika lassen sich unter anderem folgende Vorteile der Assetklasse identifizieren, die zu den **Hauptgründen** für die starke Nachfrage der vergangenen Jahre nach Immobilienkreditfonds zählen dürften.

Immobilienkreditfonds bieten Investoren die Chance zur **Diversifikation**. Im Vergleich zu Immobilien Direktinvestments wird die Rendite von Immobilienkrediten typischerweise nur in Ausnahmefällen von Wertschwankungen beeinflusst. Dementsprechend können Immobilienkreditfonds insbesondere in Zeiten von stagnierenden oder moderat sinkenden Immobilienpreisen eine sinnvolle Ergänzung für das Portfolio sein, wie folgendes Beispiel veranschaulicht. Mit einer Junior Investmentstrategie, die sich auf die Finanzierung von „Core/Core+“ Bestandsimmobilien fokussiert, dürfte im derzeitigen Marktumfeld eine Rendite in Form von Zinszahlungen zwischen 6.5 Prozent und 7.5 Prozent bei einem maximalen Portfolio LTV von 75 Prozent

erzielbar sein. Eine solche Investmentstrategie verzichtet auf zusätzliches Renditepotenzial durch Immobilienpreisteigerungen und bleibt im Gegenzug unbeeinflusst von Wertverlusten, sofern diese 25 Prozent nicht übersteigen. Die beschriebenen „Covenant-Mechanismen“ bieten einen zusätzlichen Schutz, um Wertverluste von mehr als 25 Prozent frühzeitig entgegenwirken zu können.

Außerdem können Immobilienkreditfonds auch klassische „Fixed Income“ Allokationen diversifizieren. Zum einen ist, wie erwähnt, ein signifikanter Teil des Kreditrisikos auf die zu Grunde liegende Immobilie zurückzuführen. Folglich bieten Immobilienkreditfonds Zugang zu einem Markt und Risikoprofil, das über liquide Anleihen praktisch nicht abgebildet werden kann. Zum anderen werden Immobilienkredite auf Grund des fehlenden Sekundärmarktes typischerweise bis zur Fälligkeit gehalten, weshalb das Zinsänderungsrisiko und damit Wertschwankungen der Kredite eine untergeordnete Rolle in der Betrachtung spielen und nur relativ geringen Einfluss auf die Rendite eines Portfolios haben.

Auch auf Grund der eingangs beschriebenen Illiquidität und Komplexität der Assetklasse lassen sich **attraktive risiko-adjustierte Renditen** verdienen. Insbesondere im Niedrigzinsumfeld der letzten Jahre waren diese Illiquiditäts- und Komplexitätsprämien ein bedeutender Treiber hinter dem stark wachsenden Markt für Immobilienkreditfonds. Außer-

GRAFIK 1



dem bieten typischerweise sowohl „Senior“ als auch die auf die Finanzierung von „Core/Core+“ Bestandsimmobilien fokussierten „Junior“ Investmentstrategien einen **verlässlichen Einkommensstrom**, der von institutionellen Investoren immer wieder als Grund für die Attraktivität der Assetklasse genannt wird.

Entsprechend der beschriebenen Faktoren ist die Nachfrage nach Immobilienkreditfonds in Europa in den letzten 15 Jahren stark gestiegen. Im Jahr 2021 haben Immobilienkreditfonds Kapitalzusagen in Höhe von rund 10 Mrd. US-Dollar erhalten – doppelt so viel wie noch im Jahr 2020, wobei dies zu einem gewissen Grad auf die Corona Pandemie

zurückzuführen ist. Im historischen Kontext ist 2021 nach 2017 damit das Jahr mit den höchsten Kapitalzusagen seit der Datenerfassung, wie Grafik 2 zeigt.

AUSWIRKUNGEN VON INFLATION UND STEIGENDEN ZINSEN

Inflation und steigende Zinsen wirken sich sowohl direkt als auch indirekt auf Immobilienkredite bzw. Immobilienkreditfonds aus. Während sich die direkten Auswirkungen vor allem auf die relative Attraktivität beziehen, geht es bei den indirekten Auswirkungen um den Wert der zugrunde liegenden Immobilien und folglich um den LTV bzw. das Kreditrisiko.

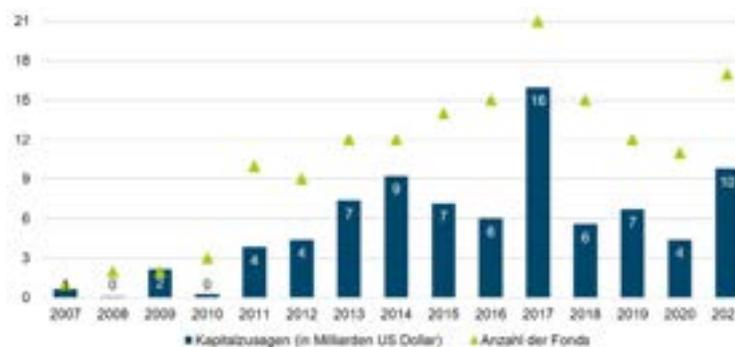
Typischerweise steigen sowohl die **Mieten** als auch die **Zinsen** mit höheren Inflationswerten, was entgegengesetzte Auswirkungen auf die zugrunde liegenden Immobilienwerte hat. Eine wichtige Kennzahl im Zusammenhang mit der Bewertung von Immobilien ist die sogenannte „Cap Rate“. Ein höheres Zinsniveau führt in der Regel zu einem Anstieg der „Cap Rates“, wobei das Ausmaß des Anstiegs nicht zwingend 1:1 sein muss. Dies kann negative Effekte zwar teilweise begrenzen, allerdings ist grundsätzlich festzuhalten, dass mit einem Anstieg der „Cap Rate“ die Werte von Immobilien sinken.

Im Gegenzug haben höhere Mieten grundsätzlich einen positiven Einfluss auf Immobilienwerte. Da viele Mietverträge in Europa indexiert sind, erhöht sich die Miete in Folge von Inflation, was dem negativen Effekt der höheren „Cap Rates“ entgegenwirkt. Allerdings enthalten nicht alle Mietverträge eine solche Inflationsanpassung und darüber hinaus enthalten einige andere Mietverträge prozentuale Obergrenzen, was die positiven Effekte begrenzen kann. Außerdem besteht für Sektoren oder Teilmärkte mit hohem Leerstand die Gefahr, dass Inflation mittelfristig keinen positiven Einfluss auf das Mietniveau hat.

Bau- und Materialkosten sind ein wichtiger Bestandteil der Inflationsdaten und wirken sich direkt auf den Immobilienmarkt aus. Stark steigende Baukosten, wie sie sich derzeit am Markt beobachten lassen, stellen sowohl die Kreditnehmer als auch die Kreditgeber von Baufinanzierungen vor Probleme, was die Risiken in diesem Teilmarkt erhöht. In Folge von höheren Baukosten und steigenden Zinsen sinken die Gewinne der Immobilien-Projektentwickler, was in Zukunft zu einer Reduktion des flächenmäßigen Bauvolumens führen könnte. Für das Mietwachstum und damit die Werte von Bestandsimmobilien wäre dies allerdings ein positiver Impuls.

Die **annualisierte Rendite** von „plain-vanilla“ Immobilienkrediten besteht typischerweise aus einer Basis und der Marge. Bei festverzinslichen Krediten ist die Basis der

GRAFIK 2



sogenannte „Swap-Zinssatz“, während variabel verzinsten Kredite den 3-Monats-EURIBOR als Basis haben. Entsprechend erhöht sich die Basis durch steigende Zinsen, und damit die mit Immobilienkrediten in der Zukunft zu erreichende Rendite und deren **relative Attraktivität**. Allerdings könnte der Wettbewerb unter Darlehensgebern in einigen Teilmärkten dazu führen, dass der Anstieg der Rendite durch leicht sinkende Margen zu einem gewissen Grad kurz- bis mittelfristig etwas geringer ausfallen wird.

Während sich die Rendite von bestehenden variabel verzinslichen Krediten erhöht und damit ihre relative Attraktivität typischerweise erhalten bleibt, verringert sich die relative

Attraktivität von bereits vergebenen, festverzinslichen Krediten im Umfeld steigender Zinsen. Die oben beschriebenen Dynamiken (z. B. Wertverluste in Folge von stark steigenden Zinsen) hinsichtlich der zugrunde liegenden Immobilien können darüber hinaus zu höheren LTVs bzw. Kreditrisiken führen, was die relative Attraktivität bestehender Kredite weiter verringert. Außerdem können schnell steigende Zinsen bei bestehenden variabel verzinslichen Krediten zu einer Verletzung der „Interest Rate Coverage (ICR)-Covenants“ führen, wenn die Miete nicht im selben Ausmaß und Tempo ansteigt wie die Zinskosten. Es könnte daher im derzeitigen Marktumfeld vermehrt zu Restrukturierungen von bestehenden Krediten in Folge von „Covenant“ Verletzungen kommen.

FAZIT – UMGANG MIT INFLATION UND STEIGENDEN ZINSEN

Für **Investmentmanager** ist es im derzeitigen Umfeld von besonderer Bedeutung, die oben beschriebenen Dynamiken und Auswirkungen auf Einzelkreditbasis zu bewerten. Die Risiken dürften insbesondere in den „Core/Core+“ Teilmärkten und in den Sektoren mit geringem Leerstand wie z. B. urbane Logistik oder an Top Büro-Standorten vergleichsweise geringer sein.

Während es in Zeiten von steigenden Zinsen grundsätzlich vorteilhaft ist, variabel verzinsliche Kredite zu vergeben, kann es in den nächsten 12-24 Monaten durchaus dazu kommen, dass festverzinsliche Kredite attraktiv werden, nämlich dann, wenn ein Großteil der Inflations- und Zinserwartungen in den Swap-Zinssätzen eingepreist ist. Ein Kreditportfolio, welches über die nächsten 12 – 24 Monate aufgebaut wird, dürfte daher aus einem Mix von fest- und variabel verzinslichen Krediten bestehen. Die Strukturierung von maßgeschneiderten „Covenants“, um etwaigen Negativszenarien in der Zukunft effektiv entgegen wirken zu können, ist ein weiterer wichtiger Faktor, den es zu beachten gilt. Daher ist es besonders vorteilhaft, Kredite im Primärmarkt zu „sourcen“, um als Kreditgeber in der Lage zu sein, diese wichtigen Vertrags-elemente mit dem Kreditnehmer direkt zu verhandeln und zu gestalten.

Aus Sicht der **institutionellen Investoren** bieten Immobilienkreditfonds insbesondere in diesem anspruchsvollen Umfeld die wertvolle Möglichkeit zur Diversifikation. Zum einen dürften sich steigende Zinsen zumindest nicht positiv auf die Werte von Immobiliendirektinvestments auswirken. Zum anderen sollte die relative Attraktivität von Immobilienkreditfonds gegenüber dem Anleihenmarkt weitestgehend erhalten bleiben. Es könnte allerdings vorteilhaft sein, den Fokus auf Investmentstrategien zu richten, die sich auf die Finanzierung von qualitativ höherwertigen Bestandsimmobi-

lien konzentrieren, da insbesondere durch die steigenden Baukosten die Finanzierungen von Projektentwicklungen oder Sanierungen von Immobilien in sekundären Lagen mit erheblichen Risiken verbunden sind. Es empfiehlt sich darüber hinaus, einen Investmentmanager auszuwählen, der die Ressourcen und das Know-how hat, um am Primärmarkt Kredite zu „sourcen“ und entsprechend zu gestalten. Des Weiteren kann es in diesem anspruchsvollen Marktumfeld wertvoll sein, wenn der Investmentmanager von Kreditfonds über zusätzliche Expertise und Markteinblicke durch eine Immobilien-Direktinvestment-Plattform verfügt.

1 Quelle: www.wbcsd.org/Programs/Climate-and-Energy/Climate/Natural-Climatic-Solutions, 2021

2 Quelle: Goldman Sachs Carbonomics Report, Juni 2020

3 Quelle: Wall Street Journal, Januar 2021

Quellen: Die Daten zum Waldland beziehen sich auf den NCREIF Timberland Index (Stand: 31.12.2020). Die Daten zum Ackerland beziehen sich auf den NCREIF Farmland Index (Stand: 31.12.2020). Die Daten zu Gewerbeimmobilien beziehen sich auf den NCREIF Property Index (Stand: 31.12.2020). Die Daten zu Small-Cap-Aktien beziehen sich auf die Ibbotson-Serie IA SBBI U.S. Small Stock TR USD (Stand: 31.12.2020). Die Daten zu Nicht-US-Aktien beziehen sich auf den MSCI/EAFE International Equities Index (Stand: 31.12.2020). Die Daten zu Unternehmensanleihen beziehen sich auf die Ibbotson-Serie IA SBBI U.S. LT Corp TR USD, Stand: 31.12.2020). Die Daten zu Treasury Bills beziehen sich auf die Ibbotson-Serie IA SBBI U.S. 30 Day Tbill TR USD, Stand: 31.12.2020). Die Daten zum Verbraucherpreisindex stammen vom US Bureau of Labor Statistics (Stand: 31.12.2020). Der S&P 500 Index stammt von Standard & Poor's Financial Services LLC (Stand: 31.12.2020). Die Daten zu US Private Equity beziehen sich auf den Cambridge Associates Private Equity Index (Stand: 31.12.2020). Die Daten zu forstwirtschaftlichen Erzeugnissen aus den USA beziehen sich auf die Serie S&P Composite: 1500 Paper and Forest Products (Stand: 31.12.2020).

KONTAKT

Tim Knapp

tim.knapp@dws.com



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)



Finanzielle und nachhaltige Anlageziele mit Forst-Investments erreichen

Institutionelle Investoren suchen alternative Anlageklassen, die laufende Erträge, langfristige Wertstabilität und eine stärkere Diversifizierung ihres Portfolios bieten. Zudem wollen sie vermehrt nachhaltige Aspekte in ihre Kapitalanlage integrieren und ihrer gesellschaftlichen Verantwortung gerecht werden. Forst-Investments sind dafür hervorragend geeignet.

Forst hat sich bereits vor über 30 Jahren in den USA als Anlageklasse etabliert. Damals verkauften holzverarbeitende Unternehmen größere Bestände ihrer Wälder. Seither hat das Interesse institutioneller Investoren an dieser Anlageklasse zugenommen, unter anderem im Zuge der globalen Finanzkrise 2008/2009. Auslöser waren auf ein sehr niedriges Niveau gefallene Zinsen an den Anleihemärkten. Nicht nur diese Entwicklung begünstigte die relative Attraktivität der Assetklasse Forst. Auch die jüngsten Diskussionen rund um die Verfügbarkeit von Rohstoffen, die Knappheit von Baumaterialien in Zuge verminderter Transportkapazitäten sowie Lieferkettenprobleme und nicht zuletzt das Thema Nachhaltigkeit haben der vielfältig verwendbaren Handelsware Holz und damit der Assetklasse Forst eine Sonderkonjunktur beschert. Holz dürfte auch auf längere Sicht stark nachgefragt bleiben, ob als nachwachsender Baustoff, Energiequelle oder Speicher für CO₂ auf dem Weg zur Klimaneutralität.

Das steigende Interesse an Forst-Investments lässt sich auch mit den zahlreichen Vorteilen der Anlageklasse erklären. Dabei stehen fünf Aspekte im Vordergrund: Die Korrelation zu anderen vor allem liquiden Anlageklassen wie etwa Zinspapieren oder Aktien ist niedrig. Es gibt planbare Ausschüttungen, deren Zeitpunkt Investoren selbst bestimmen können. Die Gesamrenditen, laufende Ausschüttungen plus Wertsteigerungen, sind im Vergleich zu anderen konservativen Anlageklassen attraktiv. Die weltweite Nachfrage nach dem Rohstoff Holz dürfte weiter steigen, mit weiteren langfristigen Wertsteigerungen ist zu rechnen. Und Forst-Investments lassen sich sehr gut mit nachhaltigen Anlageaspekten verbinden. Im Folgenden wird auf die genannten Vorteile genauer eingegangen.

DAS BIOLOGISCH BEDINGTE WACHSTUM IST EINZIGARTIG

Was die Anlageklasse Forst einzigartig macht, ist zum einen, dass sie biologisch bedingt ohne aktives Zutun wächst. Zum anderen kann der Rohstoff Holz so lange am Baum verwurzelt im Wald „lagern“, bis der optimale Zeitpunkt der Nutzung – sprich: Ernte – gekommen ist. Waldbesitzer können also selbst über den Zeitpunkt ihrer Ausschüttungen entscheiden – etwa gemäß ihrer Zahlungsverpflichtungen oder den herrschenden Marktbedingungen.

Die Renditeerwartung von Forst-Investments orientiert sich am Alter der Bäume, der Bodenqualität, der Infrastruktur sowie geografischen Nähe zur Weiterverarbeitung, Preis- und Kostenentwicklungen sowie an weiteren Faktoren. Ohne die Investmentbedingungen vor Ort gut zu kennen, kann keine belastbare Renditeprognose erstellt werden. Ein professioneller Anleger vergleicht dabei die zu erwartenden Renditen zum Beispiel mit alternativ sich anbietenden langfristigen Staatsanleihen aus den jeweiligen Regionen und prüft, ob eine angemessene Risikoprämie erzielt werden kann. Darüber hinaus muss auch ein verfügbares Angebot an Forst-Investments vorhanden sein, das einen Erwerb überhaupt erst möglich macht. In vielen Regionen der Welt ist ein Erwerb von Waldeigentum nicht oder nur eingeschränkt möglich, größere Flächen sind nur selten am Markt oder der Forstsektor ist nicht hinreichend etabliert. Unter diesen Einschränkungen können mit Forstinvestments insbesondere in den USA, Australien und Neuseeland attraktive Risikoprämien erzielt werden. Die erwarteten Renditen in diesen Regionen liegen im mittleren bis höheren einstelligen Prozentbereich – nach lokalen Steuern und Kosten. Für viele deutsche und europäische institutionelle Anleger sind diese Investmentregionen zwar außerhalb ihres regionalen Fokus, doch ein näherer Blick lohnt sich.



Wendelin von Gravenreuth
Senior Manager
Global Forest Investments,
MEAG

DIE NACHFRAGE NACH HOLZ DÜRFTE WEITER STEIGEN

Das Marktumfeld für Forst-Investments ist günstig, denn die globale Nachfrage nach Holz dürfte weiter steigen. Eine wachsende und immer wohlhabendere Weltbevölkerung wird diesen Rohstoff noch stärker nutzen. Zumal Holz vielseitig einsetzbar ist, etwa als Baumaterial im Hausbau und zur Verschalung im Hoch- und Tiefbau, als Faserlieferant für die Produktion von Hygieneprodukten, als Verpackungsmaterial oder als Substitut für fossile Rohstoffe wie zum Beispiel in der Textilherstellung oder Chemieindustrie. Hier sollte auch die grundlegende gesellschaftliche Präferenz für nachwachsende Rohstoffe im Sinne einer Kreislaufwirtschaft positiv auf die Nachfrageentwicklung wirken.

Da Nachhaltigkeit und Klimaneutralität zunehmend an Bedeutung gewinnen, sprechen weitere Aspekte für Forst als Anlageklasse. Dazu gehören unter anderem die CO₂-Bindung und ihre Speicherung, und der Schutz der Biodiversität. Die Bindung und Speicherung von Kohlendioxid aus der Atmosphäre durch Forst gilt unter Experten als ideale naturbasierte Lösung zur Eindämmung des Klimawandels. In Neuseeland zum Beispiel können Waldbesitzer CO₂-Zertifikate generieren, diese am lokalen CO₂-Markt veräußern, und so zusätzliche Einnahmen erwirtschaften. Dieses Potenzial spielt insbesondere bei Aufforstungen eine wichtige Rolle, da

dadurch schon relativ zeitnah und vom Holzeinschlag unabhängig Einnahmen generiert werden können. Erst jüngst hat die MEAG ein als Weideland genutzte Fläche in Neuseeland erworben, die künftig bepflanzt werden soll, wodurch eine erhebliche Menge an CO₂ dauerhaft gebunden werden kann.

Durch eine nachhaltige Waldbewirtschaftung können schützenswerte Ökosysteme erhalten und auch gezielt gefördert werden, wodurch ein positiver Beitrag zum Schutz von Biodiversität geleistet werden kann. In diesem Zusammenhang zeichnet sich Forst gegenüber anderen Anlageklassen durch die zusätzliche Besonderheit aus, dass weltweit standardisierte Verfahren zur Zertifizierung einer nachhaltigen Bewirtschaftung existieren und damit eine unabhängige und regelmäßige Prüfung der Bewirtschaftung auf Grundlage von umfangreichen Nachhaltigkeitskriterien erfolgt. Dabei decken diese nicht nur ökologischen Aspekte ab, sondern gleichermaßen auch soziale oder ökonomische Aspekte wie zum Beispiel Arbeitsschutz oder die Einbindung der lokalen Bevölkerung bei der Waldbewirtschaftung. Hier sind insbesondere die Standards des Forest Stewardship Council (FSC) und die Programme for the Endorsement of Forest Certification Schemes (PEFC) zu nennen. Für institutionelle Investoren sind diese Gütesiegel wichtig als Nachweis für ihr nachhaltiges und verantwortliches Handeln, auch im Zusammenhang mit steigenden regulatorischen

Anforderungen zur Offenlegung von Informationen mit Nachhaltigkeitsbezug.

DIE VORTEILE BEI VERZINSUNG UND FRISTENKONGRUENZ LIEGEN AUF DER HAND

Investments in Forstflächen können insbesondere für Investoren mit langfristigem Anlagehorizont interessant sein, die eine zusätzliche Portfoliodiversifikation anstreben. Der Wald wächst und gewinnt an Wert – unabhängig von der Entwicklung der Aktien- und Zinsmärkte. Gerade auch institutionellen Investoren, wie Versicherungen, Pensionskassen, Versorgungswerken oder Stiftungen, die Anforderungen im Bereich Mindestverzinsung und Fristenkongruenz zu erfüllen haben, bietet sich hier eine attraktive Ergänzung ihrer Kapitalanlage im Bereich der illiquiden Assets.

Bei der Auswahl entsprechender Investments ist im Vorfeld des Erwerbs eine umfassende Due Diligence elementar – wie bei allen Anlageentscheidungen grundsätzlich. Dies gilt bei Forst umso mehr, weil die Renditeerwartung von vielen Faktoren abhängt. Daher sollte die Prüfung forstwirtschaftliche, geografisch-regionale, rechtlich-steuerliche und politische Aspekte sowie nicht zuletzt auch Naturrisiken umfassen. Dies zeigt: Um erfolgreich in diese spezielle

Anlageklasse zu investieren, ist umfassendes Know-how in vielen unterschiedlichen Bereichen erforderlich, das bei einer Ankaufsprüfung effizient zusammengeführt werden muss. Darüber hinaus ist nicht nur eine Bestandsprüfung notwendig, sondern sind auch die professionelle Bewirtschaftung sowie die Vermarktungsoptionen und Holzpreisszenarien zu analysieren.

ERFOLGREICHE FORST-INVESTMENTS BEDÜRFTEN UMFASSENDER RESSOURCEN

Weit entfernt gelegene und über den Globus verteilte Forstflächen benötigen in der forstwirtschaftlichen Verwaltung globale Vernetzung, lokale Präsenz und zeitliche Flexibilität. Eine enge Begleitung vor Ort ist bei Forstinvestments entscheidend. Es empfiehlt sich, mit renommierten, professionellen Partnern zusammenzuarbeiten, die sich sorgfältig um die Flächen kümmern, um das langfristige Wertpotenzial der Assetklasse Forst optimal auszuschöpfen.

Daneben sind regelmäßige Besuche vor Ort notwendig, um die Wälder zu beurteilen und die Bewirtschaftung eng zu begleiten. Ergänzend – und in der Pandemie mit seinen Reiseeinschränkungen auch alternativ – kommen vermehrt technische Hilfsmittel zum Einsatz, etwa Geoinformationssysteme zur Analyse und Auswertung von Fernerkundungs-

daten. Diese ermöglichen zum Beispiel die Beurteilung von Sturmereignissen, indem sie zeitnah Bilder von den Forstflächen liefern. In Summe heißt dies, Forst-Investments brauchen eine aktive Bewirtschaftung und intensive Betreuung – die Renditen fallen, salopp gesagt, nicht in den Schoß. Dies muss dem Investor vor dem Erwerb mit allen seinen Implikationen bewusst sein.

Ein wichtiger Punkt in der Risikoprüfung ist die konsequente Analyse von Naturrisiken. Dabei werden historisch bekannte Schäden durch Naturgefahren – wie beispielsweise Waldbrand oder Stürme – analysiert und prognostiziert. Die Ergebnisse dieser Prüfung gehen ebenfalls in die Bewertung eines Investments mittels Abzügen bei zukünftigen Einnahmen und einer Risikoprämie ein. Dieser Punkt ist wichtig, weil Schadenereignisse die erwarteten Renditen gravierend belasten können. Gleichzeitig wird hier der hohe Wert eines regional verteilten und global diversifizierten Waldportfolios sichtbar. Selbst ein nennenswertes lokales Schadenereignis kann ein größeres Portfolio in seiner Gesamtheit kaum belasten. Zusätzlich lässt sich mit maßgeschneiderten Versicherungslösungen das Chance-Risiko-Profil optimieren.

Wegen des langen Anlagehorizonts sind die potenziellen Auswirkungen des voranschreitenden Klimawandels fundiert zu analysieren und einzukalkulieren. Erfahrene Vermögensmanager lassen sich von weltweit anerkannten Klimaexperten

unterstützen, um diese Risiken verlässlich abschätzen zu können. Im vergangenen Jahr haben zum Beispiel Waldbrände in Kalifornien für hohe Schäden gesorgt, und Waldbesitzer in spe sind gut beraten, die Wahrscheinlichkeit solcher Schadenereignisse über die Zeit zu analysieren. Führende Experten für Naturrisiken wie Munich Re verfügen über lange Datenreihen und Klimamodelle, an denen sich gut ablesen lässt, wo und in welchem Maße beispielsweise mit Waldbränden gerechnet werden muss, wo ein solches Risiko zum Beispiel aufgrund von topografischen Gegebenheiten wenig wahrscheinlich ist, und wie sich solche Risiken über die Zeit entwickeln könnten. Wetter, Witterung und Klima sind auf jeden Fall entscheidende kurz- und langfristige Erfolgsfaktoren in der Forstwirtschaft. Eine entsprechende Analyse darf daher auf keinen Fall vernachlässigt werden.

VOR ALLEM DIE USA, NEUSEELAND UND AUSTRALIEN SIND INTERESSANTE ZIELE

Forst-Investments sollte grundsätzlich ein langfristiger Bewertungsansatz von beispielsweise 50 Jahren zugrunde liegen. Aufgrund teils unbefriedigender Datenlage oder wirtschaftlicher und politischer Instabilität ist dies nicht trivial, weshalb die Konzentration auf etablierte Märkte fast als alternativlos bezeichnet werden kann. Diese Märkte zeichnet

aus, dass es für sie aufgrund ihrer langen Bewirtschaftungshistorie verlässliche und belastbare Daten gibt, die zum Beispiel für überprüfbare Abschätzung von Kapitalkosten und Risikoprämien herangezogen werden können. Forst-Investments können so portfolioanalytisch auf eine Stufe mit anderen alternativen Assetklassen gestellt werden. Auch lassen sich Risiken natürlich besser einschätzen und zukünftige Erträge zuverlässiger planen. Attraktiv sind vor diesem Hintergrund vor allem der Südosten und der Nordwesten der USA sowie Neuseeland und Australien. Dort werden große

Forstflächen teils schon seit Jahrzehnten professionell bewirtschaftet, die Infrastruktur zur Holzverarbeitung und Vermarktungswege sind etabliert und es hat sich ein für globale Vermögensverwalter hinreichend liquider und großer Markt entwickelt.

Zusammengefasst bieten Forst-Investments attraktive und gut berechenbare Cashflows, eine potenzielle Resilienz in wirtschaftlichen Krisenzeiten und die Möglichkeit zur weiteren Diversifikation institutioneller Kapitalanlagen. Bei nachhaltiger

Bewirtschaftung können sie auf dem Weg zur Klimaneutralität einen wichtigen Beitrag leisten und auch die Biodiversität stärken – spricht: auf konkrete nachhaltige Ziele der Vereinten Nationen (UN Sustainable Development Goals) einzahlen. Da der Eintritt in die Anlageklasse Forst nennenswerte Hürden aufweist und die laufende Bewirtschaftung anspruchsvoll ist, empfiehlt es sich, den Weg über einen erfahrenen Investmentmanager zu wählen, der über fachspezifische Expertise und den notwendigen Marktzugang verfügt.

Disclaimer

Diese Unterlage dient Werbezwecken und wird von der MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH („MEAG“), München, verteilt. Die hierin enthaltenen Informationen stammen von Quellen, die MEAG als zuverlässig einschätzt. Diese Informationen sind jedoch nicht notwendigerweise vollständig und ihre Richtigkeit kann nicht garantiert werden. Geäußerte Prognosen oder Erwartungen sind mit Risiken und Ungewissheiten verbunden. Die tatsächlichen Entwicklungen können daher wesentlich von den geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen. MEAG behält sich Änderungen der geschilderten Einschätzungen vor und ist nicht verpflichtet, diese Unterlage zu aktualisieren. Wertentwicklungen und Auszeichnungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen und Auszeichnungen.

Diese Unterlage wird Ihnen ausschließlich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie ist weder als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten gedacht, noch als Anlageberatung, Anlageempfehlung, Finanzanalyse oder Rating. Sie beinhaltet auch keine Zusagen oder sonstige Verpflichtungen von Unternehmen der Munich Re (Gruppe) zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, Gewährung von Krediten oder sonstigen Investitionen in etwaigen hier beschriebenen Projekten.

Die MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH ist eine Kapitalverwaltungsgesellschaft im Sinne des Kapitalanlagegesetzbuches. Sie verwaltet Publikumsinvestmentvermögen und Spezial-AIF mit unterschiedlichen Anlageschwerpunkten und erbringt die Finanzportfolioverwaltung auch für institutionelle Anleger, die nicht der Munich Re (Gruppe) angehören. Im Rahmen investimentrechtlicher Zulässigkeit kooperiert die MEAG eng mit der MEAG MUNICH ERGO AssetManagement GmbH. Diese ist ein reiner Konzern-Asset-Manager und erbringt die Finanz- und Immobilienportfolioverwaltung sowie die Anlageberatung ausschließlich für Unternehmen der Munich Re (Gruppe).

MEAG, deren verbundene Unternehmen sowie deren jeweiligen Führungskräfte, Direktoren, Partner und Beschäftigte, einschließlich Personen, die an der Erstellung oder Herausgabe dieses Dokuments beteiligt sind, können von Zeit zu Zeit mit den Finanzinstrumenten handeln, diese besitzen oder als Berater in Bezug auf diese Instrumente auftreten. Weder die MEAG noch die mit ihr verbundenen Unternehmen, ihre Führungskräfte oder Beschäftigte übernehmen irgendeine Haftung für einen unmittelbaren oder mittelbaren Schaden, der sich aus einer Verwendung dieser Veröffentlichung oder ihres Inhalts ergibt.

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Einschätzungen und Informationen sind nicht für die Verteilung an oder Verwendung durch eine Person oder ein Rechtssubjekt in einer Gerichtsbarkeit oder einem Land bestimmt, in dem diese Verteilung gegen nationales Recht oder nationale Vorschriften verstoßen würde. Insbesondere darf diese Veröffentlichung nicht in den Vereinigten Staaten, Kanada, Singapur oder Großbritannien verteilt werden.

Alle Rechte vorbehalten. Weitere Informationen können angefordert werden. Alle Angaben mit Stand 04/2022, soweit nicht anders angegeben.

MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH, Am Münchner Tor 1, 80805 München – Deutschland

KONTAKT

MEAG MUNICH ERGO
Kapitalanlagegesellschaft mbH
Am Münchner Tor 1
80805 München
www.meag.com

Hartwig Rosipal
Head of Institutional Sales
Tel.: +49 89 2489-2877
hrosipal@meag.com

MEAG

A Munich Re company



Natur



Nachhaltig¹



Nutzen

Mit der **Assetklasse Forst** investieren Sie in einen von Natur aus „grünen“ Sektor, der gleichzeitig ein attraktives **Rendite-Risiko-Profil** aufweist. Zusätzlich verbindet Forst die Kapitalanlage wie keine andere Assetklasse mit den Aspekten **Nachhaltigkeit, ESG und Klimaschutz**.

MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH | Am Münchner Tor 1 | 80805 München

Rechtliche Hinweise: Die MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH verwaltet Publikumsinvestmentvermögen und Spezial-AIF mit unterschiedlichen Anlageschwerpunkten und erbringt die Finanzportfolioverwaltung für institutionelle Anleger, die nicht der Munich Re (Gruppe) angehören. Sie kooperiert eng mit der MEAG MUNICH ERGO AssetManagement GmbH, die die Finanz- und Immobilienportfolioverwaltung für Unternehmen der Munich Re (Gruppe) erbringt.

¹ Keine Zusage hinsichtlich Merkmalen im Sinne von Art. 8 oder Art. 9 Offenlegungs-Verordnung. Foto: iStock

Weitere Informationen
erhalten Sie hier:



ESG im Investmentprozess – von der Strategie bis zum Exit

In den vergangenen Jahren haben „Environmental, Social, Governance“ (ESG)-Themen im Rahmen von Investmentprozessen von Private-Equity-Fonds einen starken Aufschwung erfahren. Gründe dafür sind zum einen natürlich die von breiten Teilen der Gesellschaft wahrgenommene Notwendigkeit zum Handeln, daneben aber vor allem auch die mit großem politischen Druck vorangetriebenen regulatorischen Entwicklungen.

Insbesondere die Verabschiedung der Offenlegungsverordnung (Sustainable Finance Disclosure Regulation – SFDR) und der Taxonomie-Verordnung haben dazu geführt, dass bei allen Akteuren ein Umdenken oder zumindest eine Neubewertung dieser Themen stattgefunden hat. Viele Marktteilnehmer sehen das Thema ESG zunehmend nicht mehr nur als „Nice to have“ oder regulatorische Hürde, sondern erkennen das Potenzial, das hinter der Anwendung eines Best Practice ESG-Managements steht – allem voran die Generierung eines Werthebels und die Risikominimierung.

ESG-KRITERIEN MÜSSEN VON ANFANG AN TEIL DER FONDSSTRATEGIE SEIN

Zur Erreichung dieser Ziele steht der Fondsmanager (AIFM) am Anfang des Lebenszyklus eines geschlossenen Fonds (z. B. in den Bereichen Private Equity, Venture Capital, Real Estate (Immobilien) und Infrastructure) vor einer strategischen Entscheidung: In welchem Umfang sollen Nachhaltigkeitsthemen beim Fonds eine Rolle spielen? Grundsätzlich erscheinen langlaufende, geschlossene Investmentfonds in den beispielhaft genannten Bereichen prädestiniert für die Verfolgung von oftmals nur mittel- oder langfristig erreichbaren Nachhaltigkeitszielen wie sie etwa in den Sustainable Development Goals (SDG) der UN festgelegt sind.

Ausschlaggebend für diese strategische Entscheidung sind aber natürlich in erster Linie die eigenen Vorstellungen und Ziele des Fondsmanagements, die Forderungen und Erwartungen der Anleger sowie u.U. die Vorgaben der Akquisitionsfinanzierer.

Aber auch die regulatorischen Vorgaben spielen im Rahmen der Festlegung von Nachhaltigkeitszielen eine gewisse Rolle. Die gesetzlichen Anforderungen (insbesondere an den Grad der Transparenz) sind an das Handeln

des Managers und die Außendarstellung gekoppelt und steigen mit den Ansprüchen an die Nachhaltigkeit des Fonds. Entscheidet sich das Fondsmanagement dafür, bestimmte ökologische oder soziale Ziele bei einem neuen Fonds zu verfolgen oder strebt es gar nachhaltige Investitionen an, müssen sowohl nach der SFDR als auch nach der seit Anfang des Jahres geltenden Taxonomie-Verordnung umfangreiche zusätzliche Informationen erhoben und offengelegt werden.

Weitere Offenlegungspflichten gelten z. B. für Fondsmanager, die für sich in Anspruch nehmen, bei ihren Anlageentscheidungen nachteilige Auswirkungen auf sog. Nachhaltigkeitsfaktoren zu berücksichtigen. Diese müssen z. B. in Bezug auf ihre Portfoliogesellschaften in Erfahrung bringen, welche CO₂-Emissionen (Scope 1, 2 und 3 GHG Emissionen) diese verursachen und dies fortlaufend offenlegen. Spätestens beim Thema Datenverfügbarkeit wird deutlich, dass die gesetzlichen Vorgaben bei der Festlegung der Strategie zumindest bekannt sein sollten.

Anschließend wird die vom Management festgelegte Strategie in Richtlinien und Anlagebeschränkungen übersetzt, die im späteren Verlauf sowohl für das Fundraising als auch die Due Diligence, das Reporting und den Exit Bedeutung erlangen.



Dr. Robert Eberius, LL.M.
POELLATH

Es empfiehlt sich daher, schon bei der Entwicklung der eigenen ESG-Strategie an die relevanten Stellen im Lebenszyklus des Fonds zu denken, um nicht im späteren Verlauf darüber zu stolpern. Insbesondere das Deal-Team und die für das Reporting zuständigen Personen müssen fortlaufend über die für den jeweiligen Fonds maßgeblichen ESG-Kriterien unterrichtet sein und sollten idealerweise bereits bei der Entwicklung der ESG-Policies bzw. Sustainability Guidelines mitwirken, damit deren Umsetzbarkeit gesichert ist.

Im Übrigen ist das Ziel ein „Art. 8 SFDR-Fonds“ zu sein keine ESG-Strategie, denn die Berichtspflichten nach der SFDR und der Taxonomie-Verordnung folgen aus der Strategie und dem tatsächlichen Anlageverhalten des Fonds und nicht umgekehrt.

FUNDRAISING: WAS ERWARTEN DIE INVESTOREN?

Fondsmanager sollten heutzutage grundsätzlich davon ausgehen, dass die Anleger oftmals umfangreiche ESG-Informationen und zunehmend auch konkrete Verhaltensweisen beim Investieren erwarten. Auch dies spricht dafür, bereits bei der Festlegung der Strategie des Fonds konkrete Nachhaltigkeitsziele zu formulieren.

So sollte das Fondsmanagement sich darauf einstellen, dass einige Anleger im Fundraising unabhängig von der vorhandenen ESG-Strategie ein Commitment des Fondsmanagements in Bezug auf den Ausschluss von bestimmten, als unethisch angesehenen Investments erwarten.

Daneben muss das Fondsmanagement mit einer breiten Palette von Side Letter-Anforderungen rechnen. Dabei reichen die Erwartungen der Investoren von teils recht vagen Commitments (Beispiel: „Der General Partner erklärt, eine ESG-Policy zu haben.“) bis hin zu sehr präzisen, hochdetaillierten Anforderungen an eine regelmäßig vom Fondsmanagement vorzunehmende ESG-Berichterstattung (Stichwort: European ESG Template – EET).

Leider ist auch bei den Anlegern die Implementierung der eigenen ESG-Strukturen häufig noch nicht abgeschlossen, sodass sich z.B. Private-Equity-Manager durchaus mal mit dem Wunsch auseinandersetzen müssen, man möge dem Investor bereits jetzt ein Excuse-Recht für den Fall einrichten, dass ein Investment gegen dessen zukünftige ESG-Policy verstößt. Zumindest in den nächsten Jahren muss bei der Errichtung von neuen Fonds mit solchen Situationen gerechnet werden. Gut beraten sind also die Fondsmanager, die das Fundraising mit ihren eigenen ESG-Strategien und „Angeboten“ starten und so gegenüber den Investoren ihre Nachhaltigkeitsziele und Herangehensweisen vertreten

können. Ansonsten müssen sich nämlich die Manager dann im Fundraising mit den verschiedensten ESG-Forderungen der Investoren beschäftigen, ohne sich, unter Verweis auf eigene Strategien, Standards und Prämissen, gegen allzu weitgehende Anfragen positionieren zu können. Um dem zu begegnen, bietet es sich für Fondsmanager an, im Fundraising eigens entworfene und beantwortete ESG-Fragebögen (Due Diligence Questionnaires) zu verwenden.

Wichtig und insbesondere auch für die Due Diligence und das Reporting von erheblicher Bedeutung sind vor allem entsprechende Fachkenntnisse des Fondsmanagements. Hier kommt es darauf an, dass jeder im Team mit der ESG-Strategie des Fonds vertraut ist und weiß, wo diese für seine Tätigkeit relevant wird. Es reicht nicht aus, einmal eine ESG-Policy zu erstellen. Die Anzahl der Investoren mit sehr genauen Vorstellungen und umfassenden Kenntnissen nimmt stetig zu. Sie erwarten dann im Rahmen der Due Diligence konkrete Antworten zu ihren Fragen in Bezug auf die ESG-Strategie, den vom Management angelegten Maßstäben und den angestrebten Zielen des neuen Fonds.

ESG-DUE DILIGENCE

Im Rahmen der Due Diligence eines potenziellen neuen Assets sind die ESG-Vorgaben wie alle anderen Kriterien auch

Teil der Prüfung. Typische Anlagebeschränkungen z.B. für Private-Equity-Fonds sind sog. Ausschlusslisten mit Sektoren, Branchen und spezifischen Geschäftsfeldern, die von Portfoliogesellschaften nicht berührt werden dürfen (dazu zählen z.B. alkoholische Produkte, Forschung im Bereich des menschlichen Klonens und Waffenproduktion). Hier ist es bereits bei der Festlegung der Strategie bzw. bei den Verhandlungen mit den Investoren im Rahmen des Fundraisings wichtig, dass der Manager bei der Festlegung der Ausschlussliste möglichst genaue (bzw. einschränkende) Formulierungen wählt. Es macht z.B. einen erheblichen Unterschied, ob eine Portfoliogesellschaft bereits dann nicht erworben werden darf, wenn sie auch nur irgendeinen Umsatz in einer unzulässigen Branche erwirtschaftet oder ob sie dort den Großteil ihrer Gewinne erzielen muss, um von einem Erwerb ausgeschlossen zu sein. Weiterhin von Bedeutung ist, ob kategorische Ausschlüsse verwendet werden oder gewisse Quoten zulässig sind (z.B. geringe akzeptable Investitionsquote in grundsätzlich unzulässigen Branchen) oder ob nur „kommerziell vernünftige“ Anstrengungen zu unternehmen sind, nicht in bestimmte Sektoren zu investieren.

Für den Due Diligence-Prozess sind häufig auch bereits die Anforderungen für das ESG-Monitoring und -Reporting relevant. Es stellt sich etwa die Frage, ob die Zielgesellschaft

die erforderlichen Daten von Anfang an bereitstellen kann. Hier kann es sich anbieten, auf die Hilfe von externen Dienstleistern zurückzugreifen, die sich auf die Erhebung der notwendigen Daten spezialisiert haben. Das kann die Abfrage von Informationen betreffen, die sowohl nach der SFDR und der Taxonomie-Verordnung als auch aufgrund zusätzlich vereinbarter Berichtsformate (z.B. gemäß des EET) erforderlich sind. Vor allem, wenn auch die ESG-Berichterstattung (wenn auch nur teilweise) an solche Dienstleister ausgelagert ist, sollten sie von Anfang an bei der Erhebung der entsprechenden Daten miteinbezogen werden, um wertvolle Ressourcen zu schonen.

Im Übrigen richtet sich der Fokus der ESG-Due Diligence nach dem Geschäftsmodell der jeweiligen Zielgesellschaft und den damit verbundenen typischen Risiken. So liegt das Hauptaugenmerk bei Industrieunternehmen häufig eher auf Sicherheitsbestimmungen und Umweltschutzvorgaben, während der Fokus bei Dienstleistungsunternehmen eher auf den Arbeitsbedingungen liegen dürfte. Hier zeigt sich, dass viele der in Europa maßgeblichen ESG-Kriterien in der Due Diligence bereits von hierzulande schon seit längerem bestehenden Gesetzen zum Schutz der Umwelt (z.B. BImSchG) und der Arbeitnehmer (z.B. ArbSchG) sowie zur ordnungsgemäßen Unternehmensführung (z.B. AktG, HGB, MaRisk, MaComp) abgedeckt sind.

REPORTING

Der Umfang des regulatorisch notwendigen Reportings folgt aus der Anlagestrategie des Fonds. Die Erreichung der vom Fondsmanagement aufgestellten Nachhaltigkeitsziele bzw. der beworbenen ökologischen und sozialen Merkmale ist anhand der grundsätzlich selbst aufgestellten Maßstäbe (KPIs) zu messen. Insbesondere im Rahmen der SFDR-Berichterstattung gibt es für die Ziele und Maßstäbe keine allgemeinen Vorgaben. Vielmehr sind diese individuell vom Fondsmanagement aufzustellen. Anders ist es bei der Berichterstattung nach der Taxonomie-Verordnung: Hier gelten spezifische technische Bewertungsmaßstäbe zur Beantwortung der Frage, ob eine finanzierte Wirtschaftsaktivität nachhaltig im Sinne der Taxonomie-Verordnung ist oder nicht.

Da die Datenverfügbarkeit eine entscheidende Rolle für eine zielführende Berichterstattung spielt, muss sich das Fondsmanagement bereits bei der Festlegung der Strategie des Fonds mit der Frage auseinandersetzen, ob es ausreichend Daten zur Verfügung hat, um sinnvoll bewerten zu können, inwieweit aufgestellte Ziele erreicht werden.

EXIT

Nicht zuletzt müssen ESG-Kriterien auch im Rahmen der Exit-Planung berücksichtigt werden. Besteht ein Risiko, dass ein Investment zu einem Stranded Asset wird (also insbesondere infolge bestimmter umwelt- oder klimabezogener Faktoren quasi wertlos wird oder extrem an Wert verliert) oder ergeben sich etwa Reputationsrisiken im Zusammenhang mit einer Portfoliogesellschaft?

Aus vorhandenen ESG-Risiken können sich für Fonds aber auch erhebliche Chancen ergeben, wenn z. B. Zielgesellschaften noch deutliche Missstände bei der Nachhaltigkeit ihrer Wirtschaftsaktivitäten haben und sich diese über die geplante Haltedauer voraussichtlich beseitigen lassen („ESG-Arbitrage“). Weiterhin könnten sich so auch zusätzliche Käufergruppen erschließen lassen, für die Investments neben einer erwarteten Mindestrendite auch immer bestimmte Nachhaltigkeitsaspekte aufweisen müssen. Es empfiehlt sich folglich, auch in Bezug auf ESG-Merkmale schon beim Erwerb eines Assets den Exit im Blick zu haben.

FAZIT

ESG-Kriterien spielen an vielen Stellen im Investmentprozess eine Rolle, wobei diese in allererster Linie von der Bedeutung und dem Umfang von Nachhaltigkeitszielen abhängt. Noch gibt es außer Transparenzvorschriften keine gesetzlichen Vorgaben für die Nachhaltigkeit von Investitionen. Allerdings ist dies für die Zukunft nicht auszuschließen. Dies dürfte insbesondere in Bezug auf bestimmte Umweltaspekte von Investitionen gelten, sofern sich die von der EU-Kommission angestrebten Ziele der Pariser UN-Klimakonferenz nicht mit den bestehenden Vorgaben erreichen lassen. Gut beraten sind daher sicherlich die Manager, die sich bereits jetzt zumindest mit dem CO₂-Fußabdruck ihres Portfolios auseinandersetzen.

KONTAKT

P+P Pöllath + Partners
Rechtsanwälte und Steuerberater mbB
Potsdamer Platz 5
10785 Berlin
Tel. :+49 30 25353-117
robert.eberius@pplaw.com
www.pplaw.com

POELLATH+

+ BEST PRACTICE

Marktführende, innovative High-End Beratung zu
Private Funds | Private Equity | VC | M&A | Corporate
Tax | Capital Markets | Real Estate | Private Clients

www.pplaw.com

ESG-Integration bei Private Credit

AMANDA MARI, HEAD OF ESG BEI BENEFIT STREET PARTNERS

Da sich das Investmentumfeld für Private Credit weiter verändert, werden Initiativen im Bereich Umwelt, Soziales und Governance (ESG) zweifelsohne weiterhin an Bedeutung gewinnen. Um in naher Zukunft erfolgreich zu sein, werden Anlageverwalter wiederholbare und skalierbare Anlageprozesse mit integrierten ESG-Grundsätzen etablieren müssen, die Unternehmen mit soliden ESG-Fundamentaldaten identifizieren und fördern.

Ein robuster Prozess für das Credit-Underwriting und die Überwachung mit integrierten ESG-Anlagekriterien und -richtlinien unterstützt die Fähigkeit eines Private-Credit-Managers, fundierte Investitionsentscheidungen zu treffen. Durch die Partnerschaft mit einem unabhängigen ESG-Spezialisten für die gemeinsame Prüfung von Chancen sind Prozesseffizienz und unvoreingenommene Erkenntnisse sichergestellt. Dies führt zu einer fachkundigen ESG-Analyse und besseren Anlageentscheidungen. Letztlich soll die Integration eines ESG-Programms in den Anlageprozess eines Managers zu besseren Ergebnissen sowohl für den Manager als auch seine Anleger führen.

In diesem Beitrag soll aufgezeigt werden, wie traditionelle finanzielle Sorgfaltsprüfung und Credit-Underwriting gemeinsam mit einer unabhängigen Beurteilung von ESG-Kriterien den Anlageprozess stärken und zu besseren

Entscheidungen führen. Nach unserer Überzeugung verringert die Einbeziehung von ESG in die Prozesse für das Underwriting und die laufende Überwachung von Private-Credit-Investments das Abwärtsrisiko und legt das Fundament für eine mögliche ESG-Wertschöpfung in der Zukunft.

Für die Zukunft erwarten wir im Private-Credit-Bereich eine fortgesetzte Weiterentwicklung der ESG-Programme, darunter neue Nachhaltigkeitsrahmenwerke, Technologien und wichtige Performance-Kennzahlen, die allesamt die Absicht fördern, als Anleger mehr soziale Verantwortung zu zeigen. Der Private-Credit-Markt hinkt den börslichen und außerbörslichen Beteiligungsmärkten bei diesen Initiativen nicht nur aufgrund der oben erwähnten Herausforderungen bei den ESG-Daten hinterher, sondern auch, weil Private-Credit-Anleger durch die Ziele der Kapitaleigner gebunden sind. Bei der tieferen Betrachtung dieser Ideen und der Umsetzung dieser Bemühungen sind wir uns im Klaren, dass wir als Organisation und als Branche aktiv den Standard für die Etablierung von Best Practices im Private-Credit-Sektor setzen, durch die es Private-Credit-Managern ermöglicht wird, nachhaltige Ergebnisse zu erzielen.

ESG-PHILOSOPHIE BEI PRIVATE CREDIT

In Anbetracht des Renditeprofils von Private-Credit-Investments sind die zugesicherten Renditen tendenziell besser strukturiert (und vorhersagbar) als bei Private-Equity-Investments. Robuste ESG-Richtlinien unterstützen die Risikominderung, indem Private-Credit-Manager dazu angehalten werden, in Unternehmen anzulegen, bei denen die Wahrscheinlichkeit von Verlusten im Zusammenhang mit schlechter Governance, ökologischer Nachlässigkeit, Diversitätsfragen und anderen betrieblichen Mängeln geringer ist. Es wird erwartet, dass die Risikotoleranzschwelle für ESG-Themen sich bei Finanz- und Reputationsbelangen je nach Interessenträger unterscheiden wird. Anders gesagt bestimmt die Position eines Anlegers in der Kapitalstruktur und auf der Ebene der betrieblichen Kontrolle, ob dasselbe ESG-Risiko die Risikotoleranzschwelle des Interessenträgers übersteigt.

	Unabhängiger Experte	Eigenverantwortung	Kreditgeber
Finanzielle Wesentlichkeit	Themen mit dem Potenzial, Umsatz oder Kostenstruktur jetzt und künftig zu beeinflussen.	Themen mit dem Potenzial, Umsatz oder Kostenstruktur jetzt bereits zu beeinflussen oder die Investitionstheze zu beeinflussen.	Themen, die die Fähigkeit des Anlegers beeinträchtigen, die für die vorzeitige Tilgung des Darlehens mit vertraglich definiertem Cashflow zu generieren.
Wesentlichkeit für die Reputations	Potenzial, von Stakeholdern (insgesamt) zu werden, erheblich Reaktionen nach Wechsel von Strategien oder Messungen.	Wahrscheinliche Beeinträchtigung eines größeren Verfalls in der Wiederbeschaffung und mögliche rechtliche, wirtschaftliche gegenüber Regulatorien und/oder Öffentlichkeit.	Mögliche Beeinträchtigung eines größeren Verfalls in der Wiederbeschaffung und mögliche Auswirkungen zur Absicherung der LTV notwendig.



Amanda Mari
Head of ESG bei Benefit Street Partners

Vor allem ist diese ESG-Philosophie keine Erwartung oder Rechtfertigung, grundlegende Anlagekriterien zu ändern. Ihr Fokus liegt stattdessen auf der Beschaffung zusätzlicher Informationen, um mögliche ESG-Risiken für eine künftige Portfoliogesellschaft zu beleuchten. Sofern diese Informationen die Anlageentscheidung für den Private-Credit-Manager ändern, ist dies dadurch bedingt, dass die während der ESG-Sorgfaltsprüfung erhobenen Informationen kombiniert mit anderen Kreditrisiken die vordefinierte Wesentlichkeitsgrenze des Anlegers für Risiko verletzen. Zusätzliche ESG-Praktiken sollen das Anlageuniversum nicht willkürlich einengen, sondern stattdessen den bestehenden Anlageprozess optimieren.



ESG-Risiken und -Chancen liegen in der Geschäftstätigkeit eines Unternehmens, während die Wirkungen durch die vom Unternehmen angebotenen Produkte und/oder Dienstleistungen bedingt sind. Die Analyse von Malm konzentriert sich in aller Regel auf ESG-Risiken und Aspekte mit negativen Wirkungen, die für einen Private-Credit-Anleger wesentlich sind und die eine Anlageentscheidung oder anschließende Investmentüberwachung beeinflussen könnten. Produkte und Portfolios mit einem Fokus auf ESG-Chancen oder positiven Wirkungen befinden sich im Kreditbereich immer noch in Entwicklung und werden in Zukunft vermehrt im Blickpunkt stehen.

Aufgrund der begrenzten Kontrolle von Portfoliogesellschaften durch Private-Credit-Manager sollen die gegenwärtigen, von Managern implementierten ESG-Strategien als eine Art Abwärtsrisiko-Management fungieren. Viele Credit-Manager haben erkannt, dass wesentliche ESG-Risiken und negative Wirkungen das Potenzial besitzen, die Fähigkeit eines Unternehmens zur Tilgung eines Darlehens auszuhöhlen und in Extremfällen die Beziehung des Managers zu den Anlegern und seinen Ruf in der breiten Öffentlichkeit zu beschädigen. Diese Risiken sind breit gefächert und können Vorfälle in Bezug auf die Gesundheit/Sicherheit und die Diskriminierung/Belästigung von Arbeitnehmern, Aspekte unternehmerischen Fehlverhaltens und physische Schäden an Sachwerten infolge des Klimawandels umfassen. Negative Wirkungen spiegeln

hingegen wider, wie die Produkte oder Dienstleistungen eines Unternehmens als schädlich für die Gesellschaft angesehen werden können. Hierzu können Aspekte gehören in Bezug auf Produktsicherheit, Treibhausgasemissionen oder sonstige umweltbezogene Wirkungen durch Produkte, lebensvernichtende Munition und negative Auswirkungen auf den Verbraucherschutz infolge der Nutzung bestimmter Dienstleistungen durch Verbraucher.

	Positiv	
ESG-CHANCEN		POSITIVE WIRKUNGEN
<ul style="list-style-type: none"> - Ressourceneffizienz - Diversität und Inklusion - Einbindung der Mitarbeiter - „Duke“ Arbeitstaktik 		<ul style="list-style-type: none"> - Gesundheitsbeiträge - Bildungsergebnisse - Geringere Armut - Ressourcenzugang - Geschlechtergerechtigkeit und Ethik - Entwicklung von Kleinunternehmen - Reduzierung von Emissionen/ Abfällen
Operatives Geschäft		Produkte/Dienstleistungen
	Negativ	
ESG-RISIKEN		NEGATIVE WIRKUNGEN
<ul style="list-style-type: none"> - Datensicherheit - Gesundheit und Sicherheit - Umweltmanagement - Geschäftsethik - Korruptionsbekämpfung - Diskriminierung und Belästigung - Arbeitsbedingungen - Lieferkettenmanagement - Klimawandelsrisiko 		<ul style="list-style-type: none"> - Produkt-/KONV-sicherheit - Datensicherheit - Finanzieller Verlust der Verbraucher - Produkt-Stewardship - Produktemissionen - Arbeitsplatzverlust (z. B. durch Automatisierung) - Umweltauswirkungen des Produkts

ANGEWANDTES DENKEN BEI ESG

Immer mehr Credit-Manager bekennen sich dazu, ESG-Kriterien in den Anlageprozess zu integrieren. Dies ist durch das Zusammentreffen von Anlegererwartungen, regulatorischen Initiativen und der Verfügbarkeit von Informationen bedingt. Der Zugang zu Daten ist im Private-Credit-Sektor weiterhin eine der größten Herausforderungen, weil insbesondere nichtbörsennotierte mittelständische Unternehmen von externen Datenanbietern häufig nicht abgedeckt werden. Daher halten wir bei der ESG-Integration angewandtes Denken (d. h. Abdeckung durch einen menschlichen Analysten) für unverzichtbar, damit alle wesentlichen Aspekte des ESG-Risikoengagements und des ESG-Managements berücksichtigt werden.

Credit-Manager, die einen Prozess für die Beurteilung der vorgenannten ESG-Kriterien für ein bestimmtes Unternehmen etabliert haben, haben in aller Regel ein sehr viel feiner abgestuftes Verständnis des Gesamtrisikoprofils des Unternehmens.

Der Einsatz eines unabhängigen ESG-Spezialisten zur Erhebung unvoreingenommener Erkenntnisse, die früh in den Gesamtprozess der Sorgfaltsprüfung eines Investments integriert werden, stellt sicher, dass ein Manager ESG-Erkennt-

nisse nicht manipulieren kann, um eine bereits bestehende Investmentthese zu stützen. Es ist wichtig, dass die Bestimmung der Risikotoleranzschwellen von jeglichem vorgefassten Investmentnarrativ unabhängig bleibt. In der Praxis führt dies im Investmentteam häufig zu konstruktiven Dialogen über ESG-Risiken. Diese Dialoge ermöglichen dem Investmentteam die Nutzung institutionellen Wissens über ESG-Kriterien und die frühere Eignungsprüfung im Underwriting-Prozess. Dies sorgt auf längere Sicht für Effizienz in der Zeitplanung und im Prozess.

ANSATZ AUF ASSET-EBENE

Da jedes einzelne Unternehmen sehr nuancierte Engagements aufweist, ist das Management der ESG-Risiken mit einer Beurteilung auf Asset-Ebene häufig einer Analyse auf Branchenebene vorzuziehen. Negativfilter auf Branchenebene sind generell nur insoweit informativ und zeiteffizient, als sie für den Ausschluss von Unternehmen in Branchen genutzt werden, die gemeinhin auf der Ausschlussliste eines Anlegers stehen (z. B. Tabak, Feuerwaffen) und für die ein erhebliches, nicht zu minderndes und offenkundiges Abwärtsrisiko sowie ein hohes Reputationsrisiko bestehen. Bei vielen Gelegenheiten bringen Filter auf Branchenebene jedoch mehr Fragen

als Antworten. Diese Form der unklaren, verallgemeinerten Risikoanalyse wirft eine Reihe von „Was wäre, wenn“-Fragen auf, die nur durch eine eingehendere Analyse als eine Abhakliste beantwortet werden können.

Auch wenn es in manchen Branchen sicherlich Trends eines ESG-Risikoengagements gibt (z. B. Datenschutz und Sicherheitsrisiken bei SaaS-Unternehmen), gibt es aussagekräftigere Angaben über das ESG-Profil eines Unternehmens, die durch eine asset-spezifische Betrachtung beschafft werden können. Dies kann durch die zuvor identifizierten ESG-Kriterien und Wesentlichkeitserwägungen erreicht werden.

ESG-Integration in der Praxis:

PARTNERSCHAFTEN MIT SPEZIALISTEN SIND WICHTIG

Durch die Partnerschaft mit einem unabhängigen ESG-Spezialisten für die gemeinsame Prüfung von Chancen sind Prozesseffizienz und unvoreingenommene Erkenntnisse sichergestellt. Dies führt zu einer fachkundigen ESG-Analyse und besseren Anlageentscheidungen.

EIN VOLLSTÄNDIG INTEGRIERTER PROZESS

Neben traditionellen Prozessen für Investments und Credit-Underwriting haben wir für unsere Investmentprozesse im Direct Lending einen integrierten Workstream für die ESG-Sorgfaltsprüfung entwickelt. Die Einbeziehung von ESG-Faktoren in Anlageentscheidungen muss den bestehenden Anlageprozess optimieren und ergänzen. Die Beschreibung des für die Investmentteams effizientesten Weges verbessert Akzeptanz und Compliance. Der Status beider Workstreams wird vom anfänglichen Sourcing bis hin zur Finanzierung zentral nachverfolgt. So wird sichergestellt, dass die vorläufigen ESG-Filter, die vollständigen ESG-Beurteilungen und die Präsentation von Erkenntnissen im zeitlichen Ablauf des Anlageprozesses an der richtigen Stelle eingesetzt werden. Darüber sollten Investments nach der anfänglichen ESG-Sorgfaltsprüfung jährlich überwacht werden, um neue oder entstehende ESG-Risiken in den Portfolien beurteilen zu können.

Wichtige Hinweise:

Dieses Dokument ist lediglich als allgemeine Information gedacht und nicht als Rechts-, Steuer- oder Anlageberatung bzw. -empfehlung anzusehen; es handelt sich hierbei auch um kein Angebot von Anteilen, keine Aufforderung zur Zeichnung von Anteilen oder zur Anwendung einer Anlagestrategie. Es stellt keine Rechts- oder Steuerberatung dar. Die in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Meinungen sind die des Investmentmanagers, und die Kommentare, Ansichten und Analysen entsprechen dem Datum der Veröffentlichung und können sich ohne Ankündigung ändern. Die hierin aufgeführten Informationen stellen keine vollständige Analyse aller wesentlichen Fakten in Bezug auf ein Land, eine Region oder einen Markt dar. Alle Anlagen sind mit Risiken behaftet, auch einem möglichen Verlust der Anlagesumme.

Herausgegeben von Franklin Templeton International Services S.à r.l. Niederlassung Deutschland, Mainzer Landstr. 16, 60325 Frankfurt/Main, Deutschland. Tel. +49 (0) 69/27223-557, Fax +49 (0) 69/27223-622, institutional@franklintempleton.de.

© 2022 Franklin Templeton. Alle Rechte vorbehalten.

SCREENING MIT WARNHINWEISEN

ESG-Kriterien werden am besten so früh wie möglich in den Anlageprozess integriert, um Chancen zu verwerfen, bei denen das Risikoprofil unsere Risikotoleranzschwelle überschreitet. Dies steigert die Zeit- und Kosteneffizienz. Die Projektanbahnung wird neben den bereits vorhandenen Investmentqualifikationen auch aus ESG-Sicht beurteilt. Durch die Screenings mit Warnhinweisen können Hochrisikoinvestments identifiziert werden. Die damit verbundenen Fragen für die Geschäftsleitung oder den Sponsor können somit generiert werden, um das Vorliegen eines Hochrisikoengagements und/oder die Fähigkeit der Geschäftsleitung zur Minderung dieses Risikos zu beurteilen, und am Ende bestimmen, ob die vollständige Sorgfaltsprüfung fortgesetzt werden soll oder nicht.

EIN BLICK IN DIE ZUKUNFT

Die Integration von ESG-Strategien in den Anlageprozess für Schuldtitel entwickelt sich entsprechend den sich ändernden Marktverhältnissen und Anlegererwartungen immer weiter. In Zukunft dürfte die ESG-Integration über die gegenwärtig gängigen Praktiken zur Minderung des Abwärtsrisikos hinausreichen. Nach unserer Auffassung wird sich dies fortsetzen, denn immer mehr Private-Credit-Manager richten ihre Anlagestrategien an globalen nachhaltigen Investmentstandards aus und erkennen die Wertsteigerungsaspekte von ESG. Darüber hinaus könnten kritische Kreditgeber ihre Anlagen regelmäßig überwachen, um ihr Einverständnis mit den ESG-Risiken und den Risikominderungsprogrammen, die mit ihren Portfoliogesellschaften verbunden sind, sicherzustellen.

Benefit Street Partners (BSP), eine Tochtergesellschaft von Franklin Templeton, ist ein führender Vermögensverwalter, der auf alternative Kreditwerte spezialisiert ist.

Weitere Informationen erhalten Sie unter <https://benefitstreetpartners.com/>

KONTAKT

Christian Rumpf
Institutional Sales Director
Franklin Templeton International
Services S.à r.l.
Niederlassung Deutschland
Mainzer Landstraße 16
60325 Frankfurt/Main
christian.rumpf@franklintempleton.de



Know your alternatives?

We do.

Mit einem verwalteten Vermögen von 200 Milliarden US-Dollar* in den Bereichen Private Equity, Private Debt, Immobilien und mehr bieten wir Ihnen eine umfassende Palette an alternativen Lösungen.

Hello
progresssm



www.franklintempleton.de/alternatives

*Stand: April 2022.

Nur für professionelle Kunden. Nicht zur öffentlichen Verbreitung. Das vorliegende Material dient ausschließlich der allgemeinen Information. Es ist weder als individuelle Anlageberatung noch als Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf, Verkauf oder Halten eines Wertpapiers oder zur Übernahme einer bestimmten Anlagestrategie zu verstehen. Es stellt keine Rechts- oder Steuerberatung dar. Herausgegeben von Franklin Templeton International Services S.à r.l. Niederlassung Deutschland, Mainzer Landstr. 16, 60325 Frankfurt/Main, Deutschland. Tel. +49 (0) 69/27223-557, Fax +49 (0) 69/27223-622, institutional@franklintempleton.de.

© 2022 Franklin Templeton. Alle Rechte vorbehalten.

Impact Investing: Eine Strategie für alle Anlageklassen?

„IMPACT INVESTING“ ZWISCHEN MARKETING UND WIRKUNGSBEITRAG

Impact“ ist Trumpf. Kaum ein anderer Begriff erfreut sich in der Finanzbranche derzeit einer ähnlich großen Beliebtheit. Das Volumen von „Impact Investments“ scheint dementsprechend auch rasant zu wachsen. Der maßgeblichen Netzwerkorganisation der Branche, dem Global Impact Investing Network (GIIN), zufolge waren 2020 rund 715 Mrd. US-Dollar wirkungsorientiert angelegt¹. Dies stellt zwar weiterhin einen Anteil von weniger als Prozent am Gesamtmarkt der professionell verwalteten Gelder dar (103 Bn. US-Dollar nach Schätzungen der Boston Consulting Group)², bedeutet aber gegenüber dem Vorjahr (502 Mrd. US-Dollar) eine Wachstumsrate von 42 Prozent. In Bezug auf die DACH-Region stellt das Forum Nachhaltige Geldanlagen (FNG) für den Zeitraum 2019–2020 sogar beinahe eine Verdopplung des verwalteten Vermögens von 49,1 auf 97,9 Mrd. Euro fest³.

Ist Impact Investing also auf dem besten Weg, zu einer Mainstreamanlageform zu werden? Sind die nachhaltigen Entwicklungsziele der Vereinten Nationen bald erreicht?

Auf der einen Seite geben die zitierten Angaben zur Marktgröße durchaus Anlass zur Hoffnung, auf der anderen ist aber Vorsicht geboten, da sie vor allem auf den Selbstaussagen von Investoren beruhen. Eine unabhängige Datengrundlage gibt es nicht. Und zusammen mit der Beliebtheit eines Begriffs wächst bekanntlich die Gefahr seines Missbrauchs für

werbliche Zwecke. Eine 2019 veröffentlichte Studie, die auf einer Auswertung von Daten aus dem Jahr 2017 beruht, hat denn auch bereits Anzeichen für „Purpose-washing“ bei selbsternannten Impact-Fonds zu Tage gefördert⁴.

„Impact Washing“ stellt für die Zukunft von Impact Investing eine große Bedrohung dar. Wie bei allen Marktsegmenten, die sich noch in einer Entstehungsphase befinden, kann ein Vertrauensverlust unter den Anlegern eine weitere Entfaltung hemmen. Erleichtert wird Impact Washing dadurch, dass es noch keine allgemein anerkannte Definition von Impact Investing gibt. Hinzu kommt, dass sich viele der gängigen Definitionen von Impact Investing auf einer formalen Ebene bewegen, Absichtsbekundungen sowie Prozesse fokussieren und inhaltliche Festlegungen vermeiden, um für möglichst viele Akteure anschlussfähig zu sein. So stellt beispielsweise das GIIN in seiner Definition die Wirkungsabsicht in den Vordergrund: „Impact Investments are investments made with the intention to generate positive, measurable social and environmental impact alongside a financial return“⁵.

Ein zu starker Fokus auf die Wirkungsabsicht oder das Vorhandensein von Impact Management-Prozessen führt nicht zuletzt dazu, dass die Frage der Anlageklasse in den Hintergrund gerückt wird. Das GIIN hebt sogar als eine der zentralen Eigenschaften von Impact Investing hervor, dass

dieses „über alle Anlageklassen hinweg“ betrieben werden könne⁶. Damit tut das GIIN der Sache aber vermutlich keinen Gefallen. Schließlich haben nicht alle Anlageklassen dasselbe Wirkungspotenzial. Es macht tatsächlich einen Unterschied, ob über eine alternative Anlageklasse direkt Gelder in Unternehmen und Projekte fließen oder an der Börse eine Aktie den Besitzer wechselt. Diese Feststellung ist eigentlich trivial. Doch wird der „Impact“-Begriff gerade besonders intensiv von OGAW-Publikumsfonds für sich beansprucht, deren hauptsächliche Aktivität im Erwerb und Verkauf von Aktien auf dem Sekundärmarkt besteht. Einige dieser Fonds suggerieren sogar, dass sie für eine Art der „Demokratisierung“ von Impact Investing sorgen, da Impact Investments über alternative Investmentfonds meist nur professionellen Anlegern und bei einer sechsstelligen Mindestanlage offenstehen.

Aber was wird über OGAW-Publikumsfonds eigentlich einem breiteren Publikum zugänglich gemacht? Sind es tatsächlich Impact Investments oder gehören diese zum Spektrum der alternativen Anlageklassen? Um diese Frage zu beantworten, muss Impact Investing stärker von einer inhaltlichen Seite her betrachtet und das Element des Wirkungsbeitrags ins Zentrum der Diskussion gerückt werden.



Dr. habil. Moritz Isenmann
Research and Strategy Manager
Invest in Visions GmbH

DIE DEFINITION DER IFC: ABSICHT, BEITRAG, WIRKUNGSMESSUNG

Eine der wenigen Organisationen, die Impact Investing zu definieren versucht und dabei auch das Wirkungspotenzial unterschiedlicher Anlageklassen reflektiert, ist die International Finance Corporation, eine privatwirtschaftlich ausgerichtete Schwestergesellschaft der Weltbank. Die IFC ist selbst einer der weltweit größten Impact Investoren und hat 2019 mit den Operating Principles for Impact Management einen ambitionierten Industriestandard für Impact Management etabliert, zu dem sich bereits über 150 Impact Investoren aus 38 Ländern bekennen (Stand: April 2022)⁷. Die Definition der IFC beinhaltet wie andere gängige Definitionen ebenfalls die Aspekte der Intentionalität und der Messbarkeit, die vorhanden sein müssen, betont aber stärker das Element des „Beitrags“ (contribution). Bei diesem handelt es sich um den Anteil, den der Investor durch seine Investition zum Impact eines Unternehmens oder Marktes beiträgt („Investment Impact“). Wenn das Investment selbst keinen Einfluss auf den Impact des Unternehmens oder Sektors („Enterprise Impact“) besitzt, liegt auch kein Beitrag vor⁸. Der Beitrag kann die Form von Kapital und/oder einer „zusätzlichen Unterstützung“ (z. B. Wissenstransfer) annehmen.

Einen genauen Beweis für den „Investment Impact“ zu liefern ist meist schwierig, da im Bereich Impact Investing Wirkungen

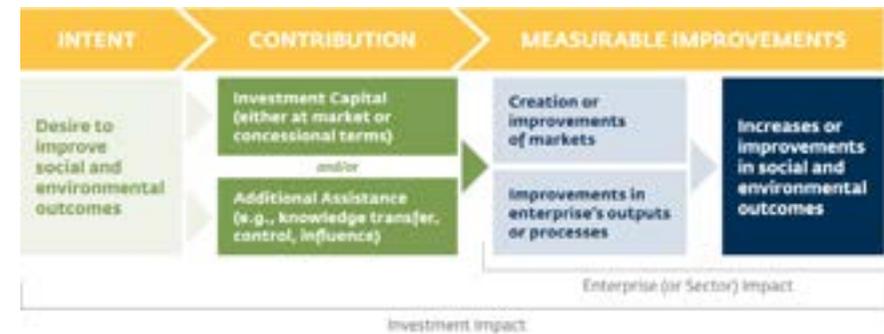
selten auf eine einzelne Maßnahme zurückgeführt werden können. Doch sollte ein Nachweis des eigenen Beitrags zumindest durch eine schlüssige Herleitung erbracht werden können.

WIRKUNGSBEITRAG UND ASSETKLASSE

Als Beispiel für einen „Investment Impact“ führt die IFC die Investition in ein Mikrofinanzinstitut (MFI) an, durch welche dieses in die Lage versetzt wird, mehr Mikrokreditnehmer:innen (oder zu besseren Konditionen) mit Darlehen zu versorgen, als es ohne die Investition möglich gewesen wäre⁹. Auch die IFC betont zwar, dass Impact Investing weder eine eigene Asset-Klasse noch an bestimmte Anlageklassen gebunden sei¹⁰. Doch schließt sie einen Wirkungsbeitrag durch eine Investition in öffentlich gehandelte Vermögenswerte weitgehend aus, da über den Erwerb von Aktien auf dem Sekundärmarkt kein nachweisbarer Wirkungsbeitrag zu erzielen und das Beisteuern von neuem Kapital nur in den seltenen Fällen von IPOs und Kapitalerhöhungen möglich sei¹¹.

Tatsächlich befindet sich der Privatmarkt gegenüber öffentlichen Märkten bei der Allokation von Kapital in einer privilegierten Position. Über verschiedene alternative Anlageklassen – Private Debt, Private Equity, Real Assets, Real Estate oder

KONSTITUTIVE BESTANDTEILE VON IMPACT INVESTING



Quelle: IFC, Creating Impact. The Promise of Impact Investing, 2019, S. 3.

Infrastructure – können Investoren unterversorgten Unternehmen in unterschiedlichen Sektoren dringend benötigte Finanzierungsmittel verfügbar machen. Die Gelder fließen dann direkt vom Investor zu den Unternehmen oder Projekten und nicht, wie beim Sekundärmarkt an der Börse, lediglich von einem Investor in die Tasche eines anderen. Das bisweilen angeführte Argument, auch durch eine Investition auf dem Sekundärmarkt würden die Kapitalkosten von Unternehmen mit positiver Wirkung gesenkt und die für Unternehmen mit negativen Externalitäten erhöht und diese könne somit eingesetzt werden, um „gute“ Unternehmen zu

belohnen und „schlechte“ zu einem Umdenken zu bewegen, ist in der Wissenschaft höchst umstritten. So kamen Ende 2021 zwei im Abstand weniger Wochen erschienene Studien zu völlig unterschiedlichen Ergebnissen. Martin Rohleder, Marco Wilkens und Jonas Zink beobachteten in ihrer Studie, dass das Divestment aus Unternehmen deren Aktienpreis drückt und diese Unternehmen in der Folgezeit ihre Emissionen stärker senken als Unternehmen, die kein Divestment erleiden¹². Einem Berechnungsmodell von Jonathan B. Berk und Jules H. van Binsbergen zufolge ist der von einem Divestment erzeugte Anstieg der Kapitalkosten hingegen zu gering, um eine Verhaltensänderung bei Unternehmen zu bewirken¹³.

Selbst wenn man die Möglichkeit einer derartigen Wirkung hypothetisch annehmen würde, wäre diese weder im Voraus plan- noch im Nachhinein messbar. Eine oft angeführte Ausweichstrategie besteht daher im „Engagement“. Einen Wirkungsbeitrag durch Engagement schließt die IFC zwar nicht aus, äußert sich in dieser Hinsicht aber ebenfalls zurückhaltend, da ein großes Gewicht des Investors und spezifische Umstände vorauszusetzen seien, damit ein Wirkungsbeitrag über Engagement erzielt werden könne¹⁴.

Hinzu kommt: Engagement ist logischerweise dort am effektivsten, wo am meisten im Argen liegt. Ein Impact-Fonds investiert aber in Unternehmen, die bereits ein nachhaltiges

Geschäftsmodell mit einer positiven Wirkung für Umwelt und/oder Gesellschaft besitzen. Wie sollen solche Unternehmen durch aktives Aktionärstum oder Wissenstransfer also noch besser gemacht werden? Es müsste ein erstaunliches Expertenwissen in einem Portfolio Management-Team vorhanden sein, um hochspezialisierte Unternehmen in den unterschiedlichsten Sektoren (Erneuerbare Energien, Gesundheitswesen etc.) zu einem noch größeren Impact zu verhelfen. Letztlich ist beim Engagement selbst die Voraussetzung der Intentionalität schwer zu erfüllen. Denn Engagement kann nur nach einer Investitionsentscheidung angewandt werden, da zuvor keine Einflussnahme auf die Unternehmensführung möglich ist.

WIE KANN DER MARKTANTEIL VON IMPACT INVESTMENTS ERHÖHT WERDEN?

Der Sustainable Finance-Beirat der Bundesregierung hat Impact Investments in seinem Abschlussbericht vom Februar 2021 klar dem Bereich der alternativen Investments zugeordnet: „Mit Impact-Investing-Produkten (IPP) werden Geldanlagen beschrieben, die auf der einen Seite Art. 9 der Offenlegungsverordnung erfüllen und auf der anderen Seite in illiquide Assets (z. B. Sozialimmobilien oder Anlagen zur Erzeugung erneuerbarer Energien) investieren, so sozialen oder ökologischen Mehrwert bieten und Rendite abwerfen.“¹⁵

Dies ist angesichts der dort am besten nachvollziehbaren Wirkungslogik auch sinnvoll. Dennoch gibt es aktuell bis in die Wissenschaft hinein Tendenzen, den Impact-Begriff auch für Investitionen ohne nachweisbaren Wirkungsbeitrag nutzbar zu machen. Dazu wird ein komplexes Impact-Universum mit allerlei Subkategorien geschaffen, deren genaue Bedeutung sich wahrscheinlich nur einem kleinen Kreis von Experten erschließt. Hierzu gehört beispielsweise die Unterscheidung von Investments in die Kategorien „impact-aligned“ und „impact-generating“, die 2021 in die Diskussion eingeführt wurde¹⁶. Letzteres entspricht dabei einer Investition mit Wirkungsbeitrag, während bei „impact-aligned“ lediglich ein nicht weiter beeinflusster „company impact“ vorliegt.

Hinter der begrifflichen Öffnung von Impact Investing für Investitionen ohne Wirkungsbeitrag steht in diesem Fall vermutlich der Wunsch, Impact Investing aus einer Nische herauszuführen und seinen Anteil am Gesamtmarkt zu erhöhen. Dieser Wunsch ist nachvollziehbar. Impact Investing sollte so vielen Anlegern wie möglich offenstehen und nicht nur professionellen Großinvestoren, Family Offices oder Stiftungen. Dies kann aber nicht darüber erreicht werden, dass man Investments mit dem Prädikat Impact Investing versieht, die keinen eigenen Wirkungsbeitrag vorweisen können. Auf diese Weise wird nur Impact Washing gefördert.

Wenn die Integrität der Strategie und damit auch das Vertrauen der Anleger bewahrt werden soll, muss dies über eine leichtere Publikumsfähigkeit von Impact-Fonds aus dem Bereich Alternativer Investments geschehen. Der Sustainable Finance-Beirat hat hierfür bereits eine rechtliche Behandlung nach dem Beispiel von Mikrofinanzfonds (§ 222 KAGB) vorgeschlagen. Zudem sollte – wie ebenfalls durch den SFB angemerkt – das Risiko solcher Investitionen für Privatanleger durch eine weitere Verbreitung von Blended finance-Strukturen, die verschiedene Tranchen mit unterschiedlichem Risiko aufweisen, besser kalkulierbar gemacht werden.

Wie auch immer die einzelnen Maßnahmen aussehen: Wenn Impact Investing seinen Status als „Königsklasse“ unter den nachhaltigen Investitionsstrategien und damit auch seine wichtige Vorbildfunktion am Markt behalten soll, dann müssen die Ansprüche an Impact Investments hoch bleiben.

KONTAKT

Dr. Moritz Isenmann
Invest in Visions GmbH
Freiherr-vom-Stein-Str. 24 – 26
60323 Frankfurt
moritz.isenmann@investinvisions.com

INVEST
IN 
VISIONS

- 1 GIIIN, Annual Impact Investor Survey 2020, S. 40.
- 2 <https://web-assets.bcg.com/79/bf/d1d361854084a9624a0cbce3bf07/bcg-global-asset-management-2021-jul-2021.pdf>.
- 3 Florian Sommer/Helge Wulsdorf, FNG Spezial: Impact – Strategisches Zukunftsthema für den Markt nachhaltiger Geldanlagen, 2021, S. 6.
- 4 Suzanne Findlay/Michael Moran, Purpose-washing of impact investing funds: motivations, occurrence and prevention, in: Social Responsibility Journal 15 (2019), S. 853-873.
- 5 <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>
- 6 GIIIN, Core Characteristics of Impact Investing, 2019. https://thegiin.org/assets/Core%20Characteristics_webfile.pdf.
- 7 <https://www.impactprinciples.org>
- 8 IFC, Creating Impact. The Promise of Impact Investing, 2019, S. 3, 5-7 und 10f. Zur Unterscheidung von „Investor Impact“ und „Company Impact“ siehe auch Kölbel et al., Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact, in: Organization & Environment 33 (2020), S. 554-574.
- 9 IFC, Creating Impact, S. 11.
- 10 IFC, Growing Impact. New Insights into the Practice of Impact Investing, 2020, S. 11f.
- 11 IFC, Creating Impact, S. 8f; IFC, Growing Impact, S. 13; IFC, Investing for Impact. The Global Impact Investing Market 2020, 2021, S. 4. In IFC (2019) wurden derartige Investitionen, sofern eine erklärte Wirkungsabsicht vorliegt, als „value aligned“ bezeichnet, während sie in IFC (2020) und IFC (2021) als „Intended Impact Investments“ im Gegensatz zu „Measured Impact Investments“ charakterisiert werden.
- 12 Martin Rohleder/Marco Wilkens/Jonas Zink, The effects of mutual fund decarbonization on prices and carbon emissions, Journal of Banking and Finance, 2022 (134).
- 13 Jonathan Berk/Jules H. van Binsbergen, The Impact of Impact Investing, George Mason University Law & Economics Research Paper Series, October 2021. Eine Zusammenfassung der wissenschaftlichen Debatte bis 2019 findet sich bei Kölbel et al., S. 561–563.
- 14 IFC, Growing Impact, S. 11f; IFC, Investing for Impact, S. 4.
- 15 Sustainable Finance-Beirat der Bundesregierung, Shifting the Trillions. Ein nachhaltiges Finanzsystem für die Große Transformation, 2021, S. 105.
- 16 Busch et al., Impact investments: a call for (re)orientation, in: SN Bus Econ, 2021, S. 1 – 33.



OHNE
„S“
KEIN ESG

Als Impact Investor leitet uns die feste Überzeugung, dass sich Gesellschaften und Unternehmen mit Hilfe von Investitionen positiv verändern lassen. Unser Ziel ist es daher, das Kapital unserer Anleger:innen nicht nur zu erhalten und zu vermehren, sondern es so einzusetzen, dass es eine positive Wirkung entfalten kann. Die Wirkungsorientierung ist seit Beginn vor 15 Jahren der Kern unserer Unternehmensphilosophie. Aus diesem Grund investieren wir das uns anvertraute Vermögen ausschließlich in Impact Investments.

www.investinvisions.com

INVEST
IN 
VISIONS

Wertsicherung mit Renditepotenzial braucht aktives Management

Selbst wenn die Notenbanken auf einen längerfristigen Zinserhöhungskurs einschwenken, könnten die Realzinsen bei bleibend hoher Inflation noch lange Zeit tief negativ bleiben. Dieses Umfeld zwingt Investoren dazu, ihre Portfolios offensiver aufzustellen, damit sie ihre Anlageziele weiterhin erreichen können. Zugleich sehen sie sich über die vergangenen 22 Jahren mit einer Reihe „Tail Events“ konfrontiert, die trotz breit gestreuter Diversifikation, elaborierten Risikomanagements und ausgefeilter Asset Allocation den Wert ihrer Portfolios immer wieder unerwartet und stark beeinträchtigen: der 11. September, die Finanzmarktkrise, die Euro-Schulden-Krise, die Corona-Pandemie. Der Ukraine-Krieg ist ein weiteres Ereignis, das zu einem hohen Maß an Unsicherheit führt. Angesichts der Häufung nicht-prognostizierbarer Risiken und bei anhaltend unsicheren Märkten wird es immer wichtiger, Verluste aus starken Drawdowns wirksam zu begrenzen und jederzeit handlungsfähig zu bleiben.

Gut in Krisen abschneiden können flexible Optionsstrategien, da sie es erlauben, auf einzelne Marktphasen gezielt einzugehen. Optionen haben den Vorteil, dass sie ein asymmetrisches Auszahlungsprofil enthalten und somit das gewünschte Ziel direkt abbilden können. Andererseits sind die Kosten zu berücksichtigen. So erfüllt der Kauf eines Indexputs auf ein Aktienportfolio zwar das Ziel der Absicherung, die Kosten sind jedoch langfristig hoch. Ähnlich verhält es sich mit so genannten Tail Hedges, also der Absicherung gegen Extrem-

ereignisse. 2020 war ein Jahr der Extreme am Markt, und wer eine solche Absicherungsstrategie aufgesetzt hat, ist damit in der Krise gut gefahren. Allerdings sind Tail Hedges langfristig sehr teuer und greifen auch nur in sehr seltenen Phasen ausgemachter Panik am Markt.

ABSICHERUNG ÜBER MEHRERE ASSETKLASSEN HINWEG

Eine Optionsstrategie zur Wertsicherung, wie sie im weiteren Verlauf erläutert wird, kann gezielt auf den Aktienmarkt angewendet werden, weil hier die notwendigen Optionen liquide handelbar sind. Ist hingegen eine Absicherung auf höherer Ebene der Asset Allocation gewünscht, insbesondere unter Einbeziehung von Zins- und Kreditrisiken, macht das ein anderes Vorgehen erforderlich. In diesem Fall sind Optionen nicht direkt handelbar. Um dennoch die Nachteile vieler Risiko-Overlay-Strategien zu vermeiden und Jahre wie 2020 erfolgreich zu bestehen, kann man sich aber auch hier der Systematik von Optionen bedienen. Sie werden dann nicht direkt gehandelt, sondern mit Futures und weiteren „linearen“ Instrumenten gezielt nachgebildet. So lässt sich auch für breit gemischte Portfolios eine sehr gute Kombination aus Wertsicherung und Renditepotenzial erreichen. Jetzt aber zurück zur Absicherung eines reinen Aktienportfolios.

WERTSICHERUNG UND CHANCEN IM BLICK

Diversifikation allein genügt nicht mehr, denn die eingangs aufgeführten Krisen zeichneten sich auch dadurch aus, dass sie mit hohen Korrelationen der unterschiedlichen Assetklassen einhergingen. Allerdings genügt es ebenfalls nicht, dass eine Wertsicherungsstrategie bei möglichst geringen Kosten Verluste effektiv begrenzen kann. Denn es zeigt sich auch, dass auf unerwartet starke Markteinbrüche häufig dynamische Phasen mit schneller Kurserholung folgen. Daher ist es für die langfristige Performance wichtig, eine Strategie zu wählen, die unmittelbar nach der Krise eine Partizipation an den wieder steigenden Kursen ermöglicht. Nur so kann sie den langfristigen Zielen eines Investors gerecht werden. Wertsicherungsstrategien, die diese Kriterien erfüllen, sind nicht nur ein Stabilitätsanker im Gesamtportfolio, sondern können auch einen Renditebeitrag leisten.

Die Corona-Krise war der perfekte Stresstest für Strategien mit Wertsicherung: Von Mitte Februar bis Mitte März 2020 verzeichneten Aktien gemessen am MSCI World einen Kurseinbruch von mehr als 30 Prozent. Insbesondere die Geschwindigkeit der Kursbewegungen im März hat zu enormen Herausforderungen geführt. Die Volatilität der Märkte stieg sprunghaft auf extreme Werte an, es herrschte Panik – ganz ähnlich wie in der letzten großen Krisenphase



Alexander Raviol
Partner und CIO Alternative Solutions,
Lupus alpha

2008. In Ausmaß und Geschwindigkeit waren die Ausschläge sogar noch stärker. Von einem historisch niedrigen Niveau ausgehend schoss die Volatilität innerhalb weniger Tage in Rekord-Höhen. Diese Phase machte es erforderlich, sehr schnell Risiko abzubauen, um Verluste zu begrenzen. Danach setzte eine Erholung ein, wie Investoren sie vorher so noch nicht erlebt hatten. Jetzt mussten die Strategien zeigen, dass sie in dieser Marktphase in der Lage waren, an den steigenden Notierungen zu partizipieren: Ganz anders als im Jahr 2008 haben sich 2020 die meisten Märkte nach dem Absturz sehr schnell, beinahe V-förmig, erholt und notierten zum Jahresende auf oder in der Nähe neuer Allzeithochs. Nachdem die Fonds also ihre Verluste erfolgreich begrenzt hatten, mussten sie rechtzeitig umschalten und wieder genug Risiko-Exponierung aufbauen.

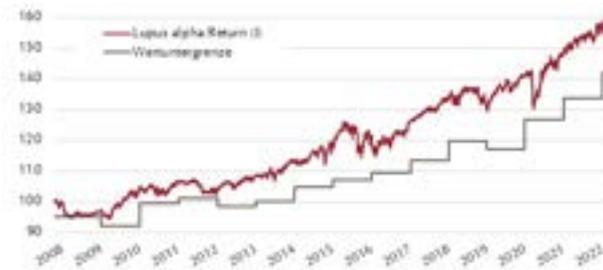
RECHTZEITIG NEUES RISIKO AUFBAUEN

Wertsicherungskonzepte definieren in der Regel eine Wertuntergrenze* zum Ende eines Kalenderjahres, häufig bei 90 Prozent des Portfoliowerts am vorangehenden Jahresultimo (Grafik 1). Für Anleger mit größerer Risikotoleranz lässt sich eine solche Strategie aber auch mit einer Wertuntergrenze von 75 Prozent ausstatten. In diesem Fall eröffnet das von 10 auf 25 Prozent ausgeweitete Risikobudget grundsätzlich die Chance auf eine stärkere Aktienmarkt-Rendite.

Unabhängig davon bleibt die bereits angesprochene Frage, wie sich Risikobegrenzung und Renditepotenzial miteinander vereinen lassen. Es ergeben sich zwei Prüfpunkte, der sich eine solche Absicherungsstrategie unterziehen muss: Erstens, ob die Wertuntergrenze in vergangenen Krisen wie versprochen dem Einbruch standgehalten hat. Und zweitens, ob die Strategie in der Lage war, in einer Erholungsrallye zu performen. Dass es in der Praxis dauerhaft möglich ist, die Wertuntergrenze zu halten, belegt unsere älteste, vor fast 15 Jahren aufgelegte Wertsicherungsstrategie: Ihr maximaler Verlust lag – bei einer vorher definierten Wertuntergrenze von 90 Prozent – über alle Krisen hinweg bei 9,3 Prozent. In der Corona-Krise 2020 konnte sie ihren maximalen Drawdown sogar auf 8,81 Prozent begrenzen (Grafik 2).

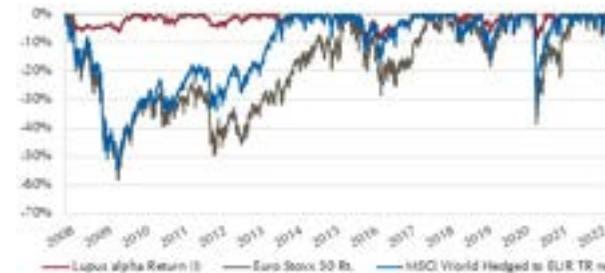
2020 hat es tatsächlich viele enttäuschende Strategien gegeben, die zwar ihre Wertuntergrenze hielten, sich nach dem starken Kursrückgang aber nicht mehr erholt haben, weil sie zu unflexibel oder zu risikofreudig angelegt waren. Sie hatten zwar Risiko abgebaut und die Wertuntergrenze gehalten, konnten danach aber nicht von der Erholung profitieren. Denn ist das Risikobudget erst einmal aufgebraucht, kann kein neues Exposure mehr aufgebaut werden – das Vermögen ist im so genannten Cashlock gefangen. In diese Falle sind viele Wertsicherungsstrategien 2020 gelaufen: Sie konnten nach dem Einbruch nicht mehr an der darauffolgenden Erholung teilnehmen, weil ihnen kein Risikokapital mehr zur Verfügung stand.

GRAFIK 1: DIE WERTUNTERGRENZE* DER LUPUS ALPHA RETURN-STRATEGIE WIRD STETIG NACHGEZOGEN



Quelle: Lupus alpha, Bloomberg; Stand: 31.03.2022

GRAFIK 2: MAXIMALVERLUSTE LUPUS ALPHA RETURN-STRATEGIE VERSUS EURO STOXX 50 UND MSCI WORLD



Quelle: Lupus alpha, Bloomberg; Stand: 31.03.2022

DER CASHLOCK IST UNBEDINGT ZU VERMEIDEN

Für eine gute Wertsicherungsstrategie ist es wesentlich, den Cashlock unbedingt zu vermeiden. Rein regelgebundene Strategien, wie sie überwiegend am Markt zu finden sind, zeigen sich oft besonders anfällig, ungebremst in diese Cashlock-Falle zu laufen. Oberstes Ziel ist es, in jedem Marktumfeld handlungsfähig zu bleiben. 2020 erforderten die Volatilitäten auf Rekordniveau und der V-förmige Verlauf vom Absturz bis zur folgenden Erholung eine ständige Anpassung. Viele Risiko-Overlay-Strategien gingen erst unter und konnte später nicht mehr auftauchen (Grafik 3). Unsere flexible und aktiv gemanagte Lupus alpha Return Strategie hingegen konnte das Jahr 2020 in der institutionellen Anteilsklasse mit einer Jahresrendite von 5,48 Prozent abschließen, 2021 waren es 6,25 Prozent.*

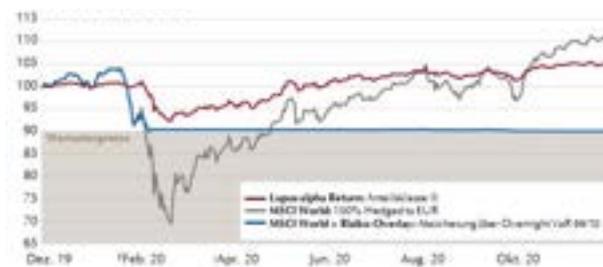
Ziel muss es also sein, Wertsicherung und Rendite zusammenzubringen, indem die Strategie das Vermögen auf der Risikoseite mit einer Wertsicherungsgrenze möglichst effektiv absichern und gleichzeitig auf der Renditeseite von der Aktienrisikoprämie profitieren kann. Wünschenswert ist demnach ein asymmetrisches Auszahlungsprofil, das es erlaubt, vergleichsweise wenig von den Abwärtsbewegungen der Märkte betroffen zu sein, aber im Gegenzug vergleichs-

weise mehr an den Aufwärtsbewegungen der Märkte teilzuhaben.

DER ZIELKONFLIKT ZWISCHEN RISIKEN UND ERTRAGSCHANCEN WIRD DIREKT ADRESSIERT

Solch ein asymmetrisches Verhalten lässt sich am Aktienmarkt mit Optionen umsetzen. Diese beinhalten eine „eingebaute“ Exposure-Steuerung, so dass das Risiko in fallenden Märkten sinkt und in steigenden Märkten wieder größer wird. Diese Feinsteuerung der Exponierung zum Aktienmarkt erfolgt mit liquiden börsennotierten Optionen auf ausgewählte internationale Aktien und Aktienindizes. Damit werden Kontrahentenrisiken ausgeschlossen, die Implementierungskosten sind gering und die Liquidität dieser Instrumente ist hoch. Im Rahmen unserer Lupus alpha Return Strategie werden die entsprechenden Positionen über die Regionen USA, Europa und Asien gestreut, sowie nach Attraktivität und niedrigen Handelskosten ausgewählt. Damit gehört dieser Ansatz zu den schon eingangs erwähnten Optionsstrategien, wobei der simple Kauf eines Indexputs auf das gesamte Aktienportfolio eben keine Lösung ist, weil sie langfristig zu teuer und unflexibel ist. Erfolgversprechender ist es, das Optionsportfolio je nach Volatilitätsstruktur der globalen

GRAFIK 3: LUPUS ALPHA RETURN-STRATEGIE IM VERGLEICH MIT ANDEREN WERTSICHERUNGS-STRATEGIEN* WÄHREND DER CORONA-KRISE



Quelle: Lupus alpha, Bloomberg; Betrachtungszeitraum: 31.12.2019 – 30.12.2020

Aktienmärkte aktiv zu steuern und so das Marktumfeld inklusive jeweils möglicher Opportunitäten zu nutzen.

Um stets das asymmetrische Risikoprofil aufrecht zu erhalten, ist es notwendig, laufend die gesamte Portfoliostruktur zu analysieren und mit situativen aktiven Entscheidungen zu optimieren. Dazu gehören die Konvexität des Portfolios, mögliche Tail Risiken, das Ausmaß möglicher Drawdowns und viele weitere Faktoren. Daraus ergibt sich ein konvexes Auszahlungsprofil bei möglichst geringen Absicherungskosten. Unter dem Strich ist das Besondere an diesem Vorgehen die dynamische Anpassung der Optionsstrategie

an das jeweilige Volatilitäts- und Aktienmarktumfeld. So wird der klassische Zielkonflikt zwischen Risiken und Ertragschancen direkt adressiert und die Nachteile vieler rein systematischer Wertsicherungsstrategien können vermieden werden.

GERINGES LIQUIDITÄTSRISIKO IM BASISPORTFOLIO

Das für diese Umsetzung notwendige Basisportfolio setzt sich aus festverzinslichen Wertpapieren mit sehr guter Bonität zusammen. Es investiert überwiegend in kurz- bis mittelfristige, Euro-denominierte Covered Bonds (Pfandbriefe) mit sehr hoher Bonität und Liquidität. Länder der sogenannten europäischen Peripherie oder der Emerging Markets werden dabei nicht berücksichtigt. Gekauft werden grundsätzlich nur Emissionen mit einem Mindestvolumen von 500 Mio. Euro sowie einem Rating von mindestens Aa3/AA-. Diese Papiere ließen sich auch in Krisenzeiten wie 2008/2009 oder im Frühjahr 2020 jederzeit handeln. Damit zeigen sich Covered Bonds historisch sehr krisensicher, weil sie als typische „Safe Haven Assets“ gelten. Das Liquiditätsrisiko ist daher als sehr gering einzuschätzen.

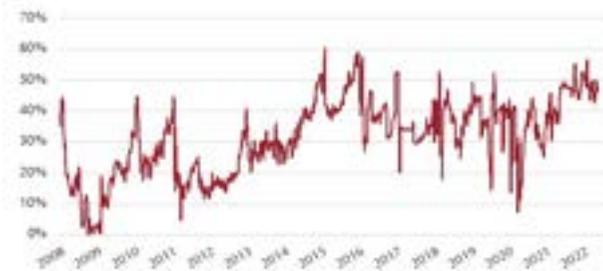
An dieser Stelle sei angemerkt, dass es durchaus möglich ist, eine solche Strategie auch mit ESG-Kriterien aufzusetzen.

Dafür kann die Aktien-Exponierung auch physisch erfolgen, zum Beispiel in liquide europäische und amerikanische Large Caps, wobei die Aktien gemäß eines ESG-Prozesses selektiert und investiert werden. Über dieses Aktienportfolio wird dann eine Optionsstruktur gelegt, so dass auch hier die gewünschte Asymmetrie realisiert werden kann. Auch im Basisportfolio können zusätzlich zu den Bonitäts- auch ESG-Kriterien angewendet werden.

NICHT AUF DEM FALSCHEN FUSS ERWISCHEN LASSEN

Die Exponierung zum Aktienmarkt wird abhängig von der Höhe des Risikokapitals kalibriert, im Fall unserer Lupus alpha Return Strategie beträgt die Aktienquote bei einer Wertuntergrenze von 90 Prozent durchschnittlich 40 Prozent (Grafik 4). So entsteht ein Aktien-Exposure, das es ermöglicht, an den Chancen der globalen Aktienmärkte teilzuhaben. Auch in ruhigen Zeiten ist es empfehlenswert, sich an der genannten Aktienquote zu orientieren, um nicht auf dem falschen Fuß erwischt zu werden, sollte es wie im März 2020 zu einer starken Korrektur kommen. Damit beschreibt diese Strategie unterm Strich einen dynamischen Mittelweg, der das Upside-Potenzial globaler Aktieninvestments weitgehend mitnimmt und gleichzeitig anstrebt, den Drawdown pro Kalenderjahr auf 10 Prozent zu begrenzen. Um dies leisten zu

GRAFIK 4: AKTIEN-EXPOSURE DER LUPUS ALPHA RETURN-STRATEGIE IM ZEITVERLAUF



Quelle: Lupus alpha, Bloomberg; Stand: 31.03.2022

können, sind zusätzlich Stresstests und Szenario-Rechnungen auf täglicher Basis erforderlich, die anzeigen, wie gut die Strategie auf Kurs ist. Fazit: Das aktive Management eines Optionsportfolios kann einen deutlichen Mehrwert liefern und rein regelgebundenen Ansätzen überlegen sein. Im Ergebnis kann es ein deutlich besseres Rendite-Risiko-Verhältnis als der Aktienmarkt selbst liefern.

* Verlustvermeidung, Kapitalerhalt oder die Einhaltung der Wertuntergrenze kann zu keiner Zeit garantiert oder gewährleistet werden. Beim Kauf innerhalb eines Jahres kann ein erhöhtes Risiko bestehen. Die Wertuntergrenze wird jedes Kalenderjahr neu festgelegt.

KONTAKT

Alexander Raviol

Tel.: +49 69 - 36 50 58 7000

Lupus alpha

Wer anderen voraus sein will,
darf nicht in ihren Spuren gehen.



Seit mehr als 20 Jahren: entschlossenes Handeln für innovative Strategien. Die eigentümergeführte, unabhängige Asset-Management-Gesellschaft Lupus alpha steht für aktive, zukunftsweisende Investmentlösungen. Als einer der Pioniere für europäische Nebenwerte hat sich Lupus alpha heute gleichzeitig zu einem führenden Anbieter von liquiden alternativen Investmentkonzepten sowie spezialisierten Fixed-Income-Strategien entwickelt. Mehr als 90 Mitarbeiter, davon 35 Spezialisten im Portfolio Management, engagieren sich für einen optimalen Service und eine überdurchschnittliche Performance. Folgen Sie uns auf neuen Wegen im Asset Management: www.lupusalpha.de.

THE ALPHA WAY TO INVEST

Lupus alpha

Trade Finance, a stable investment opportunity

The World of Trade finance is dedicated to deliver working capital lines to the real economy. This focus on Real World transactions in which corporates source goods and services for business purposes, has recently become of increased interest to Alternative Fund Managers: from Pension Funds to Corporates, from Institutional Investors to Private Wealth managers and high net-worth individuals.

This is an industry that, from a credit perspective, is dominated by the biggest global corporate banks and the main insurance companies; in which tens of billions of dollars are funded or secured every month through the banks' own Balance Sheet and in favour of their corporate clients.

It is only now that financial institutions, due to regulatory pressure on the capital treatment in addition to increased working capital requirements, are opening themselves to share these investments with capital market investors. This is a business that until now had been reserved and funded by their own balance sheets.

The very short term and uncommitted nature of the investment allows experienced asset managers to deliver reliable investment returns, maintaining very acceptable levels of liquidity for investors, in a context of an attractive risk-adjusted return.

INVESTMENT OPPORTUNITY

An analysis published by the International Trade and Forfeiting Association ('ITFA'), a Global Trade Finance Practitioners Industry Group, on November 24th, 2020¹, highlights the impact of new Basel IV regulation in the balance sheets of the main funders of Trade Finance.

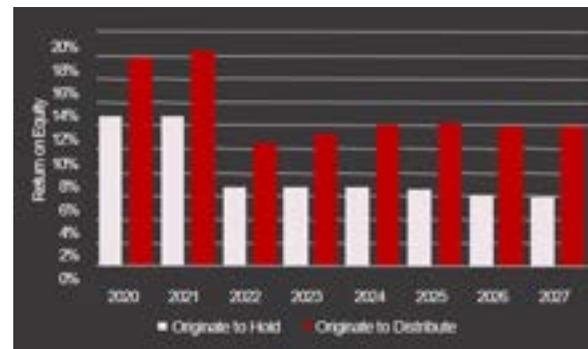
Entities such as the International Chamber of Commerce (ICC), through its Banking Commission, as well as ITFA have launched working groups to address this need and opportunity of providing capital markets investors with access to trade finance assets at industry level. ITFA has also launched the TFD (Trade Finance Distribution) initiative *'with the largest business community of trade originators, funding platforms, credit insurers, institutional funders and their service providers committed to increase the level of automation and transparency in trade asset and risk distribution.'*

In this initiative, it highlights the importance to the trade finance industry to work with institutional investors to manage the impact of new Basel IV regulation.

Their working group analysis highlights the following impacts to asset originators and banking funders:

1. *'Upcoming Basel IV regulations make holding trade finance assets on balance sheet punitive for banks; with up to 120 % more equity required'*

CHART-1



SOURCE: ITFA, TFD initiative, Webinar, "Making trade investible for institutional investors", November 24th, 2020

2. *'By originating and distributing to capital markets, banks can make their balance sheets work harder, support more businesses with less capital, and turn trade finance into a risk-free fee business.'*

As seen in Chart 1 above, the same industry report highlights that distributing 40 % of the originated paper, one may argue only the leading financial institutions can achieve, will more than double the Return on equity ('ROE') by 2027 for these institutions.

¹ ITFA, TFD initiative, Webinar, "Making trade investible for institutional investors", November 24th, 2020



Bertrand de Comminges
Managing Director –
Global Head Trade Finance Investments

Even though the new challenges caused by this new regulation, currently under implementation, corporate banks benefit from a privileged market position that allows them to funnel the funding of quality and quantity trade finance assets into their books. Consequently, an efficient balance sheet management and participation framework, on their part, makes lots of sense and represents an opportunity to enhance Trade Finance returns, whilst maintaining robust working capital lines for their corporate clients.

For capital market investors, this undoubtedly generates a significant investment opportunity to participate in this reliable and short term, majorly uncommitted, bank business.

EXPERTISE

Broadly speaking, there are two types of Trade Finance Funds available to investors:

1. Funds meeting liquidity targets to investors that look for a contained risk. Through competent portfolio management, these funds are focused on investment grade originated paper.
2. Funds targeting yield pickup and investing in non-rated, sub-investment grade paper. There is a great diversity of Funds on this second type.

In this article, we are focusing on the first type of Funds. Liquidity focused Trade finance funds provide investors direct access to assets that are currently being funded by bank's balance sheets. Experienced Trade Finance Fund Managers effectively reduce risk leveraging not only big corporate banks' expertise in this asset class, but also their legal, compliance and relationships to facilitate the distribution of a highly liquid and uncorrelated asset class to any other security.

The opportunity is clear, but Trade Finance still depends on a knowledgeable asset class fund manager, able to differentiate the long-standing reliable working capital business from the not so well structured and risky.

It is paramount that the capital markets investor identifies and capitalizes funds that boast with true asset class experts, market practitioners that can differentiate and select the right prospects for this open-ended fund management investment opportunity.

All of the above presents Capital Markets investors with an unprecedented opportunity to invest in an asset class, Trade Finance, that provides positive risk adjusted returns in an uncertain interest rates environment, whilst preserving liquidity.

ALTERNATIVE ASSET-CLASS

Considering that the underlying asset class is fairly liquid, how do Trade Finance funds qualify under current European regulation?

Under AIFMD, even though some of Trade Finance Funds provide weekly liquidity windows and are reasonably stable and secure, these are qualified as Alternative Investment Funds (hereafter AIFs). Factually, this puts weekly liquidity Trade Funds on the same bucket than other types of AIFs that by nature, commitments, risk and returns may seem remote: funds with more "traditionally alternative" assets such as Private Equity, Real Estate, or Infrastructure.

The market reality is that, due to its liquid nature and stable returns, Trade finance Funds have attracted lots of interest as a substitute product to Money Market Funds, term deposits, and similar alternatives.

FLIGHT TO SAFETY

So far, as the past months, and the case repeats if we extend our analysis back in the years, have demonstrated, the instability and significant fluctuation in capital markets has not translated into this asset-class. Well structured, investment grade Trade Finance as an asset class has remained uncor-



Salman Khan Galindo
Portfolio Manager | Trade Finance
Investments

LIQUID ALTERNATIVES

related to market turbulence and robustly delivered on positive returns.

As seen in the Chart-II on the right side, composed by a portfolio of short commercial risk paper against 2,301 corporate obligors from open account trade finance programmes, Trade Finance Euro paper have demonstrated to be a reliable and non-punitive investment option for alternative investors looking to protect themselves against negative interest rates:

Chart II performance seems quite remarkable if we consider that this is the period in which the markets have been hit by turbulence caused by COVID-19 Omicron variant, increased interest rate futures, and the Russo-Ukrainian crisis.

The performance of liquidity focused trade finance funds are a good example of this; when structured well, trade finance funds demonstrates stable returns, that set them apart from any other asset class.

HEDGED AGAINST NEGATIVE OR INCREASING INTEREST RATES

Because of the structure of the underlying corporate programmes from which they source their investments, trade

finance funds benefit their investors of the underlying funding costs. Moreover, most of the asset originators operate legal structures that protect them from negative interest rates, making these funds a reliable partner for reducing the cost of managing strategic liquidity.

As shown in Chart-III on the right side, even in the case of negative Euribor rates, investors in this asset class keep benefiting from positive returns.

If on the contrary, you consider an environment of increasing interest rates, and as shown in Chart IV in the next page for the 2017 – 2018 period, the latest period of regular interest rate increases by the Federal Reserve Bank and on a US-Dollar denominated portfolio, Trade Finance investors benefit directly from any increase in base rates, and an increase that anticipates the market.

STRATEGIC LIQUIDITY

Trade Finance funds may vary in terms of the liquidity offered to investors: ranging from weekly to quarterly, and potentially beyond. This warrants for investors to analyze the type of investment they are seeking.

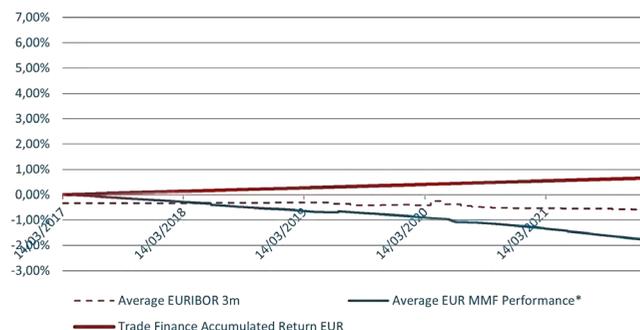
Even in the case of weekly liquidity windows, the fund managers request the investor to invest only strategic

CHART-II



SOURCE: Santander Asset Management

CHART-III – TRADE FINANCE – EUR BENCHMARK



SOURCE: Santander Asset Management

LIQUID ALTERNATIVES

liquidity. The expectation is for the investors to hold their investment in a stable medium to long term basis, allowing the asset originators to count with a reliable partner to outsource assets from their balance sheets.

The reason is simple, there is a trade off between the asset originators (majorly banks) and the investors, to have stable sources of funding, vs. stable and low risk investment opportunities.

Once understood, *Liquid Trade Finance Funds*, represent a solid substitute vs term cash deposits as well as Money Market Funds.

PARTICIPATION IN LEADING ORIGINATOR'S BUSINESS

A key factor for many investors is the factor that through a *Liquid Trade Finance Funds* they participate hand in glove with the originating financial institutions and corporates in a business that is considered core by major financial entities.

On many occasions, the risk is participated in a pro-rata basis, with the consequent benefits for investors; allowing them to arbitrage the know how and relationships of these entities as

well as their operational, structuring, legal and, compliance teams.

If there were a commercial loss, it is common for the financial institution to hold most of it, and the Fund to be a minority.

A BRIGHT FUTURE AHEAD

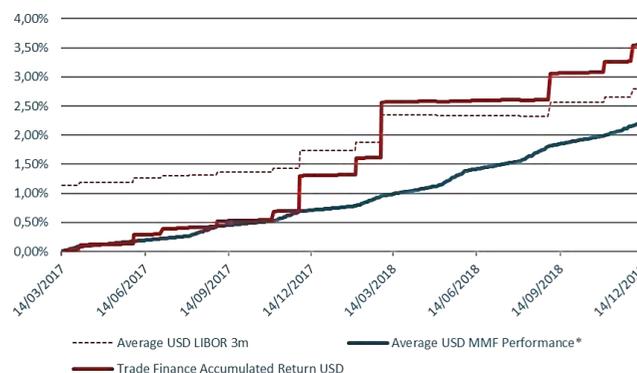
Despite initial ambivalent perceptions in this Asset Class family, *Liquid Trade Finance Funds* have reliably performed during the current uncertain times.

There are four major reasons investors are flooding into *Liquid Trade Finance Funds*:

1. Participate in core business of leading corporate and financial institutions,
2. Minimal, if any, Correlation to other asset classes,
3. Low Risk, with historically low default rates supported by the uncommitted nature of the asset class; and,
4. Very short-term paper, that allows a proactive asset management in the interest of investors.

Liquid Trade Finance Funds represent an effective alternative for holding strategic cash. In addition, such an investment can

CHART-IV



SOURCE: Santander Asset Management

protect investors from negative interest rates or even market turbulences observed in the last 12 months, whilst simultaneously transferring market tailwinds in the form of positive returns to investors.

There is, indeed, a bright future ahead for Trade Finance as an asset class.

KONTAKT

Patrick Lühje
Director Institutionals
Santander Asset Management GmbH
Thurn-und -Taxis-Platz 6
60313 Frankfurt am Main
Tel.: +49 69 271355-225
Mobil +49 173 3911002
patrick.luehje@santanderam.com





Trade Finance:

Die (noch) unentdeckte



Anlageklasse



Where evolution
meets tradition

Handelsfinanzierungen haben eine lange Tradition im Bankengeschäft. Die zunehmende Regulierung öffnet den Markt für institutionelle Investoren und bietet, was diese suchen: Gering korrelierte, risikoarme, kurzfristige Anlagen, die dennoch eine positive Rendite abwerfen.

Profitieren Sie von diesem noch unentdeckten Markt mit Santander Asset Management.

Disclaimer: Diese Informationen richten sich ausschließlich an professionelle Anleger. Ihre Inhalte dürfen daher nicht von anderen Anlegern verwendet werden. Santander Asset Management übernimmt keinerlei Haftung für die Nutzung dieser Inhalte. Bei dem Dokument handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Die dargestellten Informationen dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf dar. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit keine Gewähr für die zukünftige Wertentwicklung bietet. Grupo SANTANDER ASSET MANAGEMENT ist in elf Ländern rund um die Welt vertreten und jeweils bei den zuständigen Regulierungsbehörden registriert. SANTANDER ASSET MANAGEMENT SA SGIC mit dem Hauptsitz unter der Adresse Calle Serrano 69, 28006 Madrid, Spanien, wird von der CNMV beaufsichtigt. © Santander Asset Management, S.A., SGIC. Alle Rechte vorbehalten.

Investieren in Alternatives: Kennen Sie Ihre Risiken

Für die meisten Anleger war der extrem schwierige Start ins Jahr 2022 eine deutliche Erinnerung an die potenziellen Probleme und Fallstricke, die auf den Kapitalmärkten lauern. Von anhaltenden Problemen in der Lieferkette über Russlands Einmarsch in der Ukraine bis hin zu einer steigenden Inflation – die Herausforderungen sind zahlreich.

Angesichts dieser beängstigenden Situation und der erwarteten niedrigeren Erträge der traditionellen Anlageklassen überdenken die Anleger zunehmend ihre Portfoliogestaltung. Eine Frage, die sich dabei immer wieder stellt: Werden traditionelle Diversifizierer, wie etwa Staatsanleihen, Abschwünge gewohnt gut abfedern können?

Die Ungewissheit über die Antwort auf diese Frage hat dazu geführt, dass alternative Anlagen verstärkt in den Blickpunkt gerückt sind, da ihr Potenzial zur Diversifizierung von Portfolios auf nicht-traditionelle Weise weithin anerkannt ist und gleichzeitig das Universum potenzieller Anlagechancen erweitert.

ALTERNATIVES: EIN WEIT GEFASSTER BEGRIFF, HINTER DEM SICH VIELE BESONDERHEITEN VERBERGEN

Um jedoch eine alternative Strategie zu finden und einzusetzen, die ihren spezifischen Bedürfnissen entspricht,

müssen die Anleger zunächst unter die Oberfläche schauen, um die Feinheiten zu verstehen. „Alternatives“ ist ein sehr weit gefasster Begriff, der sowohl von Anlegern als auch von Anlageverwaltern oft als Sammelbegriff verwendet wird.

In Wirklichkeit gibt es viele verschiedene Vermögensarten, Anlageansätze und geografische Bereiche. Selbst innerhalb der Hedgefonds-Unterkategorie der Alternatives gibt es Strategien wie Equity Hedge, Event-Driven und Makro – neben anderen. Und die Makro-Kategorie selbst umfasst Strategien, die sich auf aktiven Handel, diskretionäre thematische Strategien und Metalle konzentrieren.

Unsere Untersuchungen deuten darauf hin, dass viele Hedgefonds-Strategien ein erhebliches Beta zu den Aktienmärkten aufweisen, was für Anleger, die zur Diversifizierung ihrer traditionellen Risikoanlagen Strategien mit niedrigem oder gar keinem Beta suchen, problematisch sein könnte. So betrug beispielsweise das Beta des HFRI Event-Driven Index zum MSCI All-Country World Index, der globale Aktien repräsentiert, in den drei Jahren bis zum 21. März 2022 0,51.

Unserer Ansicht nach resultiert der größte Teil des expliziten Betas in vielen Hedgefonds aus der inhärenten Marktausrichtung mit mehr Long- als Short-Engagements. Ein Beispiel dafür wäre, dass ein Manager fundamentale Wetten darauf abschließt, dass bestimmte Aktien oder Wertpapiere eines Unternehmens steigen werden. Diese Wetten, in der Regel

durch Long-Positionen, fügen der Gesamtstrategie ein gewisses Aktien-Beta hinzu.

QUELLEN DES IMPLIZITEN BETAS BEI HEDGEFONDS

Andere Hedgefonds-Manager können ein implizites Beta-Engagement aufweisen. So kann ein Manager beispielsweise in eine zugrunde liegende Strategie investieren, die in guten Zeiten nicht mit den traditionellen Märkten korreliert ist. Diese Korrelation könnte sich jedoch erhöhen, wenn die Volatilität stark ansteigt oder die Märkte eine scharfe Korrektur verzeichnen, vielleicht aufgrund der Absicherungsmerkmale der spezifischen Strategie wie etwa dem Volatilitätsverkauf (Abb. 1).

Implizites Beta kann auch in Hedgefonds-Strategien vorkommen, die durchgängige Wetten eingehen, zum Beispiel Long-Positionen in Schwellenländern in Kombination mit Short-Positionen in entwickelten Märkten. Wenn die Kapitalmärkte in ein risikoärmeres Umfeld übergehen, haben diese Arten von Strategien in der Vergangenheit auf einer ziemlich konstanten Basis mehr Beta aufgewiesen.

Überhitzte Strategien können die Anleger auch dem impliziten Beta in Verbindung mit Deleveraging aussetzen. Wenn Hedgefonds in Abwärtsmärkten Verluste erleiden,



Vikas Kapoor
Leiter von AB Custom
Alternative Solutions bei
AllianceBernstein (AB)

sind sie gezwungen, Positionen aufzulösen, um Barmittel freizusetzen und Nachschussforderungen nachzukommen. Und da viele Hedgefonds-Manager eine bestimmte Volatilität oder ein bestimmtes Risikoniveau anstreben, kann ein Anstieg der Volatilität sie dazu zwingen, ihre Positionen aufzulösen, um diese Grenzen einzuhalten. Wenn es mehr Verkäufer als Käufer gibt, wie es bei Aktienverkäufen häufig der Fall ist, führen Kursrückgänge bei diesen Vermögenswerten in der Regel genau dann zu Verlusten für die Anleger, wenn sie eine Diversifizierung benötigen.

Ein aktuelles Beispiel für Deleveraging war im März 2020 zu beobachten, als sich die COVID-19-Pandemie rasch über den Globus ausbreitete und die Märkte nach unten zog. Durch die weitverbreiteten schnellen Verluste wurden große fremdfinanzierte Positionen weniger liquide und unterlagen der Nachschusspflicht. Dieser Prozess griff auf andere Anlageklassen über, die als liquide galten – vor allem auf Aktien, was sich auf viele nicht verwandte, sogar liquide Strategien auswirkte.

Die Breite des alternativen Fondsuniversums erfordert von den Anlegern eine umfassende Due-Diligence-Prüfung, um ein unbeabsichtigtes Beta-Engagement zu vermeiden. Viele Marktteilnehmer stufen Produkte mit einem Aktien-Beta von weniger als Eins – aber möglicherweise immer noch beträcht-

lich – als alternative Fonds ein. Alternative Fonds mit einem konstanten Beta können für einige Anleger geeignet sein, aber in einem Umfeld, in dem Anleger nicht-traditionelle Strategien attraktiv finden könnten, ist es wichtig, die Natur der alternativen Ertragstreiber zu verstehen.

Bei vielen alternativen Fonds weisen Event-Driven-Strategien häufig eine Long-Positionierung auf, da sich die Manager auf missverständliche Ereignisse konzentrieren und dazu neigen, ihre Ansichten durch Long-Positionen zum Ausdruck zu bringen. Nehmen wir an, ein Unternehmen wird in Kürze ein neues Produkt auf den Markt bringen oder sich effizienter refinanzieren. Ein Event-Driven-Manager möchte vielleicht seine Ansicht zum Ausdruck bringen, dass die Aktie eine gute Kaufgelegenheit ist, und geht eine Long-Position ein. Außerdem neigen einige Manager dazu, sich weniger auf Short-Ereignisse als auf Long-Ereignisse zu konzentrieren, und zwar aufgrund ihres Hintergrunds und der Tatsache, dass es relativ einfach ist, Long-Ereignisse in der Portfoliopositionierung zum Ausdruck zu bringen.

Für Anleger, die ein gut diversifiziertes Portfolio anstreben, können unvorhergesehene Beta-Engagements in alternativen Allokationen in turbulenten Märkten problematisch sein, also genau in den Phasen, in denen eine Diversifizierung gegenüber den breiten Märkten am nötigsten ist.

ABB. 1: BESTIMMTE HEDGEFONDS KÖNNEN BEI DRAW-DOWNS EIN VERLUSTRISIKO BERGEN

Wertentwicklung von Volatilitätsverkäufen bei den 10 schlimmsten Drawdowns am Aktienmarkt (18. Juni 2001 bis 31. März 2022)

Drawdown Beginn	Drawdown Ende	Ertrag MSCI ACWI Index (%)	Ertrag Volatilitätsverkauf (%)*	Abwärts-Partizipation (%)
01.11.07	09.03.09	(58,1)	(19,3)	33,2
13.02.20	23.03.20	(33,7)	(33,6)	99,6
03.07.01	09.10.02	(33,7)	3,5	(10,3)
29.01.18	25.12.18	(18,9)	(6,2)	32,6
22.05.15	11.02.16	(18,9)	(2,8)	15,0
06.01.22	08.03.22	(13,4)	(0,8)	3,8
10.05.06	13.06.06	(12,2)	(1,3)	10,7
20.07.07	18.08.07	(11,3)	(2,3)	20,3
04.09.14	16.10.14	(9,2)	(1,3)	14,1
22.05.13	24.06.13	(8,6)	(0,9)	10,4

Analyse dient nur zur Illustrationszwecken. Es kann nicht garantiert werden, dass jegliche Anlageziele erreicht werden.

*Volatilitätsverkäufe werden durch den Citi Equity Volatility Carry (Weekly Roll) Index dargestellt. Die Daten decken den Zeitraum vom 18. Juni 2001 bis zum 31. März 2022 ab.

Quelle: Bloomberg, Citi, MSCI und AllianceBernstein (AB)

EIN ANSATZ ZUR DUE DILIGENCE FÜR ALTERNATIVES

Angesichts des hohen Stellenwerts der Diversifizierung in der heutigen volatilen Marktlandschaft ist es für Anleger unerlässlich, einen Blick unter die Motorhaube alternativer Fonds zu werfen, um zu verstehen, was sie antreibt und wie

sie verwaltet werden, wobei einige Grundprinzipien zu beachten sind:

- Bewerten Sie die Ertragsquelle sorgfältig, um festzustellen, ob sie vom Markt-Beta abweicht: Welcher Anteil des Gesamtertrags spiegelt einfach die Direktionalität von Long-Positionen wider. Fusionsarbitrage hingegen kann eine gewisse Richtungsabhängigkeit aufweisen, aber die Grundlage der Rendite ergibt sich daraus, ob ein Geschäft zustande kommt oder nicht – und nicht daraus, was mit dem Markt passiert.
- Verlassen Sie sich nicht auf historische Ertragskorrelationen, um festzustellen, ob eine Strategie beta-neutral ist, denn Korrelationen sind dynamisch. Viele Fonds verwenden möglicherweise einige historische Korrelationen zur Absicherung. In Stressphasen können sich diese Korrelationen drastisch ändern, was zu einem „überraschenden“ Beta führt.
- Sicherstellen, dass ein Manager das inhärente Hebelungsniveau angemessen kontrolliert, um Performanceprobleme in Zeiten abzuwehren, in denen viele Strategien mit den gleichen Engagements aufgrund eines Marktschocks gezwungen sind, ihre Hebelung zu reduzieren.
- Konzentrieren Sie sich auf die Diversifizierung über verschiedene Anlageklassen, Arten von Anlagesignalen

und Regionen hinweg. Die Historie hat immer wieder gezeigt, dass jedes einzelne dieser Elemente unter bestimmten Marktbedingungen unzuverlässig sein kann, sodass eine Diversifizierung von entscheidender Bedeutung ist, um möglichst durchgängige Erträge zu erzielen.

ERKENNEN VON NACHTEILEN BEI EVENT-DRIVEN-STRATEGIEN

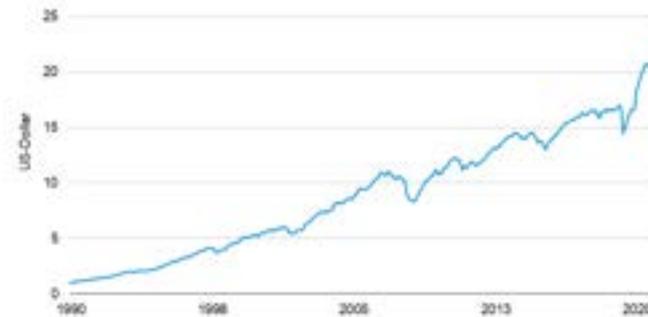
Event-Driven-Strategien, die zu den etabliertesten und bekanntesten Hedgefonds-Kategorien gehören, versuchen, von einer Vielzahl von Ereignissen zu profitieren, die sich aus Unternehmens-, Wertpapier- oder Anlegeraktionen ergeben. Laut eVestment entfielen auf diese Kategorie zum 31. Dezember 2021 558 Mrd. US-Dollar an verwalteten Vermögen, aber angesichts der weit gefassten Definition können die Ansätze erheblich voneinander abweichen.

Event-Driven-Strategien können zwar eine wichtige Quelle diversifizierter Ertragsströme sein, aber wir sind der Meinung, dass Anleger bei der Suche nach den richtigen Strategien die im vorherigen Abschnitt beschriebenen Grundsätze anwenden sollten, um die erforderliche Diversifizierung zu erreichen.

Als eine der ältesten Hedgefonds-Gruppen hat Event-Driven seit der Einführung des HFRI Event-Driven Index (Abb. 2) im

ABB. 2: EVENT-DRIVEN: EINE ETABLIERTE KATEGORIE MIT STARKER PERFORMANCE

HFRI Event-Driven (Total) Index: Wachstum von 1 USD, Januar 1990 bis Dezember 2021



Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Analyse dient nur zu Illustrationszwecken. Es kann nicht garantiert werden, dass jegliche Anlageziele erreicht werden.

Kumulativer Ertrag der hypothetischen Anlage Nr. 1 in den HFRI Event-Driven (Total) Index von Januar 1990 bis Dezember 2021.

Quelle: HFR und AllianceBernstein (AB)

Jahr 1990 eine starke Performance erzielt. Auch die risikobereinigten Erträge sind hoch, mit einer historischen Sharpe Ratio von etwa 1,0 und einem annualisierten Ertrag von 9,96 Prozent. Die Performance war nur in sechs der letzten mehr als dreißig Kalenderjahre negativ.

Trotz der guten Gesamtergebnisse dieser Kategorie zeigt eine genauere Analyse der Event-Driven-Fonds Nachteile – und potenzielle Stolpersteine für Anleger. Zum einen sind viele Event-Driven-Manager explizit long-orientiert, was zu einem anhaltenden Beta gegenüber den Aktienmärkten führt (Abbildung). Diese Eigenschaft könnte ein erhebliches Risiko für Anleger darstellen, die nach Alternativen suchen, um die Portfoliodiversifizierung durch nicht-traditionelles Beta zu verbessern.

Ein weiterer potenzieller Fallstrick ist, dass die Alpha-Treiber vieler Event-Driven-Manager von der Fundamentalanalyse auf der Long-Seite dominiert werden, mit entsprechenden Short-Absicherungen, die nicht nur kleiner sind als Long-Positionen, sondern auch auf Konkurrenz-, Branchen-, Länder- und/oder Marktvergleichen basieren. Diese Absicherungen stimmen möglicherweise nicht vollständig mit der entsprechenden idiosynkratischen Long-Position überein, was zu einer Beta-Fehlanpassung und schließlich zu einem Markt-Beta führen kann. Außerdem konzentrieren sich diese Manager auf Long-Only-Alpha, das von aktiven Long-Only-Managern überlagert werden kann, während sie weniger Zeit auf weniger stark frequentierte Short-Alpha-Möglichkeiten verwenden oder diese ignorieren. Infolgedessen können sie im Wesentlichen einseitiges Alpha extrahieren.

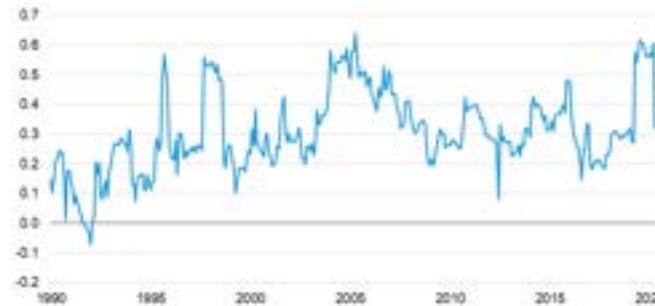
Unserer Ansicht nach sollten Event-Driven-Manager, die wirklich versuchen, das Markt-Beta zu begrenzen, auch versuchen, Alpha-Möglichkeiten in Short-Positionen zu generieren.

Die Tendenz, in illiquide Vermögenswerte zu investieren, ist ein weiteres potenzielles Risiko bei Event-Driven-Strategien. Es stimmt, dass es in diesem Bereich mehr Chancen gibt – zum Beispiel Solarparks, die von neuen Umweltvorschriften profitieren könnten. Aber eine zu große Illiquidität kann das Risiko und die Anfälligkeit für Marktspannungen erhöhen. Bei einigen Event-Driven-Managern kann die Überzeugung von einer fundamentalen These für ein bestimmtes Ereignis zu einem idiosynkratischen Risiko führen. Das könnte zu kurzfristigen Beta-Spitzen führen, die die Diversifizierung beeinträchtigen können.

Schließlich gibt es noch das Problem der Gebühren, die im Event-Driven-Sektor oft recht hoch sind. Unsere Analyse der Strategien im HFRI Event-Driven-Universum zeigt, dass die Manager im Durchschnitt etwa 1,5 Prozent Verwaltungsgebühren und eine durchschnittliche Performancegebühr von 18,9 Prozent verlangen, was den letztendlichen Performancegewinn für die Anleger erheblich schmälern kann. Auch wenn diese Gebühren im Bereich der liquiden alternativen Anlagen

ABB. 3: EVENT-DRIVEN-STRATEGIEN KÖNNEN EIN BETRÄCHTLICHES AKTIEN-BETA AUFWEISEN

HFRI Event-Driven Index, rollierendes 12-Monats-Beta zum MSCI World Index (Dezember 1990 bis Dezember 2021)



Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Analyse dient nur zu Illustrationszwecken. Es kann nicht garantiert werden, dass jegliche Anlageziele erreicht werden.

Daten bis 31. Dezember 2021.

Quelle: HFR und AllianceBernstein (AB)

niedriger sind, können sie dennoch dazu führen, dass der Manager einen erheblichen Teil des Ertrags einbehält und zu wenig an die Anleger weitergegeben wird.

GRUNDSÄTZE FÜR WIRKSAME EVENT-DRIVEN-STRATEGIEN

Gibt es in Anbetracht der Chancen und der potenziellen Stolpersteine bei der herkömmlichen Umsetzung von Event-Driven-Strategien eine bessere Möglichkeit, deren Potenzial zu nutzen und gleichzeitig Fallstricke zu vermeiden? Wir glauben, dass die Befolgung einiger Grundprinzipien hilfreich sein kann.

Unserer Ansicht nach ist es für eine wirklich diversifizierende Event-Driven-Strategie wichtig, sich sowohl auf Long- als auch auf Short-Alpha-Positionen zu konzentrieren, anstatt sich nur auf Rest-Beta oder Long-Bias-Alpha zu konzentrieren. Mit diesem Ansatz können Event-Driven-Strategien dazu beitragen, Markt-, Branchen- und Style-Faktor-Risiken zu reduzieren.

Die starke Konzentration vieler Event-Driven-Strategien in der Unterkategorie Merger Arbitrage führt häufig zu potenziellen kurzfristigen Beta-Spitzen sowie zu erheblichen idiosynkratischen und/oder Illiquiditätsrisiken. Eine systematische Diversifizierung von Event-Driven-Strategien über eine Vielzahl von Ertragsquellen – einschließlich „weicher Katalysatoren“ wie Dividendenrevisionen und Wechseln in der Geschäftsführung – kann die Diversifizierung verbessern. Das gilt auch für regionale Anlagen.

Was die Herausforderung der hohen Gebühren angeht, so sind wir der Meinung, dass sie im Allgemeinen darauf zurückzuführen ist, dass sich die Alpha-Treiber vieler Fundamentalmanager stark auf Analysen stützen, die Long-Positionen untermauern. Unserer Ansicht nach könnte ein systematischer, kosteneffizienter Ansatz zur Umsetzung verständlicher und intuitiver Ertragsquellen, der Alpha-Chancen sowohl bei Long- als auch bei Short-Positionen ausnutzt, ein effektiverer Weg sein. Und der Einsatz einer Event-Driven-Strategie bei liquiden Aktien kann helfen, Hebelungs- und Liquiditätsprobleme zu lösen.

ZUSAMMENFASSUNG

Die Anleger überdenken zunehmend ihren Ansatz der Portfoliodiversifizierung und versuchen, ihr Konzept für die zu erwartenden niedrigen Erträge und die höhere Volatilität zu optimieren. Alternative Anlagen bieten hier Lösungen an. Alternatives sind jedoch ein sehr vielfältiges Universum, das sehr unterschiedliche Strategien umfasst. Ohne eine gründliche Analyse sind die Anleger möglicherweise unbeabsichtigten Beta-Effekten auf den breiten Märkten ausgesetzt, die an der Oberfläche nicht erkennbar sind, was das Diversifizierungspotenzial verringern könnte.

Bei der Auswahl einer alternativen Strategie sollten Anleger bereit sein, tief in die Materie einzutauchen, um die Ertragsquellen einer Strategie, die Dynamik ihrer Korrelationen im Zeitverlauf, den Ansatz für das Liquiditätsmanagement sowie den Grad und die Art der Diversifizierung besser zu verstehen. Viele Event-Driven-Strategien können zum Beispiel Long-Bias und eine Tendenz zu illiquiden Anlagen aufweisen – neben anderen Merkmalen. Die Einhaltung einiger Grundprinzipien bei der Bewertung kann Anlegern unserer Ansicht nach helfen, eine kosteneffizientere und zuverlässigere Diversifizierung von traditionellem Beta zu finden.

Wichtige Information: Die hierin zum Ausdruck gebrachten Ansichten stellen kein Research, Anlageberatung oder Handlungsempfehlungen dar und repräsentieren nicht unbedingt die Ansichten aller AB-Portfoliomanagement-teams. Die Ansichten sind veränderlich.

KONTAKT

Gunnar Knierim
Managing Director
AllianceBernstein
Gunnar.Knierim@alliancebernstein.com



ALLIANCEBERNSTEIN



ALLIANCEBERNSTEIN

AB: Ihr zuverlässiger Partner für maßgeschneiderte Alternatives-Lösungen

Unter den heutigen komplexen Marktbedingungen verlangen die Anleger zunehmend nach innovativen Lösungen, die auf die unterschiedlichsten Bedürfnisse zugeschnitten sind. Mit mehr als 25 Jahren Erfahrung hat unser Custom Alternative Solutions Team einen robusten, researchgestützten Prozess entwickelt, der es uns ermöglicht, unseren Kunden eine breite Palette systematischer alternativer Strategien anzubieten, die in maßgeschneiderten Formaten oder im Fondsmantel bereitgestellt werden.

Durch die Zusammenstellung von Portfolios aus mehr als 40 verfügbaren Ertragsquellen können unsere Anlageexperten differenzierte Strategien mit ausgeprägten Performance-Mustern entwickeln. Dank unseres Ansatzes können wir unseren Kunden Anlagelösungen anbieten, die transparenter, liquider, kostengünstiger und besser anpassbar

sind als herkömmliche Hedgefonds-Strukturen.

AB verwaltet mehr als 2,3 Mrd. USD in alternativen Anlagen und verfügt über fundierte Kenntnisse in den folgenden Strategien:

- **Merger Arbitrage**
- **Event-Driven**
- **Systematischer Makro**
- **Multi-Strategien**

Möchten Sie mehr über Investitionen in alternative Anlagen mit AB herausfinden?

Unsere Kundenbetreuer würden sich gerne mit Ihnen treffen, um Ihre Bedürfnisse zu besprechen und zu erfahren, wie AB Ihnen eine maßgeschneiderte, auf Alternatives basierende Anlagelösung anbieten kann, die auf Ihre spezifischen Anforderungen zugeschnitten ist.

Kontaktieren Sie uns, um einen Termin zu vereinbaren oder weitere Informationen zu erhalten:

abmunich@alliancebernstein.com

www.alliancebernstein.com

Quelle AB, Daten per 31.12.2021

Nur für professionelle Anleger. Der Wert einer Investition kann sowohl steigen als auch fallen, und Anleger erhalten möglicherweise nicht den vollen Betrag zurück, den sie investiert haben. Kapitalverlustrisiko. Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.

Diese Informationen werden von AllianceBernstein (Luxembourg) S.à.r.l. Société à responsabilité limitée, R.C.S. Luxembourg B 34 305, 2-4, rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxembourg herausgegeben. Zugelassen in Luxemburg und reguliert durch die Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

IC20220186

Green Infrastructure – Investments in unsere Zukunft

ERNEUERBARE ENERGIEN ALS INVESTMENT

Erneuerbare Energien haben sich mittlerweile als eigenständige Assetklasse etabliert. Gerade während der Corona-Pandemie hat sich gezeigt, dass Investments in Erneuerbare Energien sehr krisenresistent sind. Es gibt kaum eine andere Assetklasse, welche eine noch geringere Korrelation zu den Kapitalmärkten aufweist. Lange Laufzeiten in Kombination mit einer attraktiven Duration machen Erneuerbare Energien, insbesondere für institutionelle Investoren interessant.

Allerdings ist die Investition in einzelne Solar- und Windparks nicht sinnvoll. Gerade bei Windparks kann die Volatilität der produzierten Strommenge in den einzelnen Jahren sehr hoch sein. Sinnvoller ist es daher in ein breit diversifiziertes Portfolio aus Solar- und Windparks, gegebenenfalls ergänzt, um Wasserinvestments sowie Speichertechnologien zu investieren. Dadurch wird die Volatilität erheblich verringert, da Schwankungen bei Wind- und Sonneneinstrahlung jeweils ausgeglichen werden.

Ebenso sollte eine gute Diversifikation über verschiedene Länder erfolgen. Idealerweise handelt es sich dabei um Länder mit geringen politischen Risiken. Bei den Vergütungsstrukturen ist es auch sinnvoll, in verschiedene Systeme zu investieren. Ein Nebeneinander von PPA-Strukturen und

gesetzlich zugesagten festen Tarifen kann durchaus sinnvoll sein. Durch die in Deutschland zulässige Direktvermarktung der Strommenge können Investoren von den aktuell hohen Strompreisen direkt partizipieren.

Last but not least sollte man nur erfahrene Portfolio- und Fondsmanager als Partner wählen.

Damit durch vorausschauendes und aktives Assetmanagement die Performance während der Laufzeit stimmt. Zudem ist ein exzellentes Partnernetzwerk, angefangen von der technischen Betreuung vor Ort bis hin zur passenden Versicherungsprämie für den Erfolg des Investments ausschlaggebend.

ANTEIL ERNEUERBARER ENERGIEN AN DER STROMERZEUGUNG

Politisch wurde der massive Ausbau der Erneuerbaren Energien bislang insbesondere unter Klima- und Nachhaltigkeitsaspekten vorangetrieben. Aufgrund des Ukrainekrieges kommt die Versorgungssicherheit als weiterer wichtiger Aspekt hinzu. Die Sensibilität für die Notwendigkeit wurde durch die weltpolitische Lage um ein Vielfaches erhöht.

Dass der Ausbau nun schneller voranschreiten muss, ist unumstritten. Auf die Frage, wie das gelingen kann, gibt es diverse Antworten. Eine davon ist sicher: durch Anlageprodukte. Denn ausschließlich staatliches Engagement, wird den Bedarf nicht decken können.

Vor ein paar Jahren deckten nach Angaben des Bundesverbandes der Energie- und Wasserwirtschaft (BDEW) Erneuerbaren Energien noch 36,3 Prozent des deutschen Stromverbrauchs.

Im Jahr 2018 lag der Wert bereits bei 38,2 Prozent und im Jahr 2019 bei fast 43 Prozent.

Aktuell werden über 40 Prozent der Stromerzeugung in Deutschland mittlerweile durch erneuerbare Quellen zur Verfügung gestellt. Auch wenn der Anteil im Jahr 2021 bedingt durch ein schwaches Windjahr leicht zurückgegangen ist, ist der langfristige Trend ein weiter steigender Anteil am Strommix.

Die durch den Ukrainekrieg hervorgerufenen hohen Strompreise zeigen weiterhin, dass Erneuerbare Energien auch einen guten Inflationsschutz bieten. In Deutschland können durch das hier geltende Direktvermarktungssystem erhebliche Mehrerlöse am Strommarkt erzielt werden, was zumindest temporär zu steigenden Renditen und Ausschüttungen führt. Es zeigt sich also plötzlich, dass mit



Dieter Seitz
Geschäftsführer LHI
Capital Management GmbH

Erneuerbaren Energien Investments auch attraktive Renditen erzielt werden können.

Wirtschaftliche Aspekte wie z.B. Inflationsschutz, geringe bis negative Korrelation mit dem Kapitalmarkt und langfristig stabile Ausschüttungen sind aber nur ein Aspekt der Investments in Erneuerbare Energien. Insbesondere für regulierte institutionelle Investoren besteht die Möglichkeit, mit Investments in diese Assetklasse Ihre ESG- und Nachhaltigkeitsziele zu erreichen. Nach einer aktuellen Umfrage des BAI berücksichtigen bereits über 2/3 aller deutschen institutionellen Investoren das Thema ESG im Rahmen Ihrer strategischen Assetallokation.

NACHHALTIGKEIT BEI ERNEUERBAREN ENERGIEN

Grundsätzlich sind Erneuerbaren Energien nachhaltig, da die Stromgewinnung durch Solar- und Windkraft aus unbegrenzten Ressourcen erfolgt. Das allein reicht jedoch nicht, um den Anforderungen an nachhaltige Investmentprodukte gerecht zu werden.

Es müssen Standards erfüllt werden, die gemäß der Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) offenzulegen sind. Die SFDR ist Teil eines umfassenden Pakets von Instrumenten, um Investitionen auf nachhaltige Geschäfte zu lenken.

ENTWICKLUNG DER STROMERZEUGUNG AUS ERNEUERBAREN ENERGIEN



* inkl. feste und flüssige Biomasse, Biogas, Biomethan, Deponiegas, Klärgas, Klärschlamm sowie dem biogenen Anteil des Abfalls

Quelle: Arbeitsgruppe Erneuerbare Energien-Statistik (AGEE-Stat)

Sie dient ebenfalls dazu, dem sogenannten „Greenwashing“ entgegenzuwirken. Die Anforderungen gelten auf Unternehmens- als auch auf Produktebene.

Finanzmarktteilnehmer müssen in ihren vorvertraglichen Informationen Erläuterungen zur Einbeziehung nachhaltiger Investitionsziele abgeben.

Grundsätzlich werden mit Erneuerbaren Energien Produkten ökologische Merkmale im Sinne der Offenlegungsverordnung beworben, da durch solche Investments CO₂ eingespart werden soll. Daher fällt ein Spezial-AIF nach dem KAGB mit dem Fokus auf Erneuerbare Energien unter die Transparenzpflichten eines „Artikel 8“-Produkts nach der Offenlegungsverordnung.

Gleichwohl ist auch eine Klassifizierung als sog. „Artikel 9“ Fonds (Impact-Fonds) nach der Offenlegungsverordnung möglich. Dazu bedarf es aber einiger formaler Anpassungen der Anlagerichtlinien und des Gesellschaftsvertrags. Ebenso die Einhaltung spezieller Reporting-Verpflichtungen. Zu beachten ist auch, dass bei einer Qualifizierung als „Impact-Fonds“ bereits beim Ankauf der Assets, also der Wind- und Solarparks, eine spezielle ESG-Due-Diligence durchgeführt werden muss und dies im Ankaufprozess detailliert dokumentiert werden muss.

Insbesondere Art. 9 Fonds nach der SFDR bedingen nicht nur besondere Verpflichtungen auf der Produktebene, sondern setzen ebenso voraus, dass der Assetmanager, also die KVG selbst, nachhaltig wirtschaftet und alle notwendigen Kriterien der SFDR und der Taxonomie eingehalten werden. Es ist also auch die Unternehmensebene zu betrachten. Idealerweise wird dies durch ein entsprechendes Nachhaltigkeitsrating für die KVG und den Assetmanager bestätigt.

Sofern es sich um regulierte Produkte nach dem KAGB handelt, muss obligatorisch eine Genehmigung bzw. Zulassung durch die Bafin erfolgen. Die Bafin prüft neben den klassischen Kriterien des KAGB auch formell die im Vertragswerk dargelegten Kriterien für die Klassifizierung als Art. 6, Art. 8 oder Art.9 Fonds. Für die Zukunft kann davon ausgegangen werden, dass institutionelle Investoren Art. 8 und Art. 9 Fonds

präferieren werden. Auch aus diesem Grund wird die Nachfrage nach Erneuerbare Energien Investments weiter steigen.

Noch wichtiger als die Bafin ist der Wirtschaftsprüfer des AIF bzw. des Artikel 9- Fonds. Der Wirtschaftsprüfer muss die Einhaltung der in den Anlagerichtlinien formulierten Kriterien überprüfen und dies im Rahmen des zu testierenden Jahresabschlusses bestätigen. Dafür muss er sich an einer der EU-Taxonomie und der EU -Offenlegungsverordnung angelehnten Liste orientieren. Für den Assetmanager bedeutet dies die Bereitstellung einer durchaus umfangreichen Dokumentation.

Die LHI Gruppe hat daher für die LHI Kapitalverwaltungsgesellschaft in Abstimmung mit dem Wirtschaftsprüfer einen bindenden und fest definierten Investmentprozess für die Objektakquisition und -auswahl verabschiedet. Dieser stellt sich wie folgt dar:

- Erstprüfung auf Basis der vorhandenen Informationen zum Projekt hinsichtlich Konformität der ESG-Kriterien mit der Produktkategorie sowie der Einhaltung von produkt- und objektspezifischen Ausschlusskriterien
- Objektanalyse zu möglichen Marktchancen und -risiken unter Berücksichtigung der ESG-Kriterien

- interne Abstimmung bzgl. zukünftiger Auflagen zur Einhaltung bzw. Verbesserung des ESG-Profiles der jeweiligen Objekte.

Nach der erfolgten Objektakquisition wird das laufende Assetmanagement während der Fondslaufzeit bis zu einem späteren Verkauf von den Teams des Portfolio-(Fonds-) und Assetmanagements verantwortet. Während dieser Phase stehen insbesondere die nachfolgenden Aspekte zur Einhaltung der Nachhaltigkeitskriterien im Fokus:

- stetige Berücksichtigung bzw. Prüfung von ESG-Parametern.
- Sicherstellung und Optimierung der objektspezifischen Datentransparenz, insbesondere vor dem Hintergrund der Meldeverpflichtungen gemäß Artikel 4 der SFDR auf Ebene der LHI Kapitalverwaltungsgesellschaft.
- Laufendes Monitoring der Klimaschutzziele für die Klimaneutralität durch das Risikomanagement, insbesondere Analyse und Prognose der CO₂-Einsparungen durch die einzelnen Assets.

Neben der Prüfung und Dokumentation gemäß der SFDR, muss für die einzelnen Fonds auch ein Ausweis erfolgen, zu welchem Prozentsatz Taxonomiekonformität im Sinne der Taxonomieverordnung zum Abschlussstichtag besteht. Um

als nachhaltiges Investment eingestuft zu werden, müssen folgende Voraussetzungen erfüllt sein:

Beitrag zu einem der sechs ökologischen Ziele

- Klimaschutz (Climate Change Mitigation)
- Anpassung an den Klimawandel (Climate Change Adaptation)
- nachhaltige Nutzung und Schutz der Wasser- und Meeresressourcen
- Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft
- Vermeidung und Verminderung der Umweltverschmutzung
- Schutz und Wiederherstellung der biologischen Vielfalt und der Ökosysteme

Es dürfen keine negativen Auswirkungen auf die Klimaschutzziele – Stichwort: DNSH = Do no significant harm – erkennbar sein und die Einhaltung sozialer Mindeststandards (Social Minimum Safeguards) müssen erfüllt werden.

Diese umfassende Dokumentation bereits bei Ankauf der Assets und auch während der Laufzeit zeigt, dass insbesondere sog. Art. 9 Fonds ein sehr anspruchsvolles Management bedingen. Nicht zuletzt aus diesem Grund ist es für einen Art. 9 Fonds zwingend notwendig, dass auch die KVG bzw. der Assetmanager nachhaltig agiert und dies in seinen Unternehmenszielen verfolgt. Die Bestätigung einer nachhaltigen Unternehmensführung durch ein externes Rating ist daher sinnvoll. Eine Orientierung der Unternehmensziele an den PRI ist ohnehin angebracht.

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass Erneuerbare Energien Investments die ESG-Ziele institutioneller Investoren erfüllen können. Die hierfür erforderliche Dokumentation aber nicht unterschätzt werden sollte.

KONTAKT

Tel.: +49 89 5120-1462

Fax: +49 89 5120-2462

info@lhi-capital.de

www.lhi.de



Erneuerbare Energien

Nachhaltig investieren und Ressourcen schonen.
Verantwortungsbewusst auf ganzer Linie –
unser aktiver Beitrag für Umwelt, Klima und Gesellschaft.

www.lhi.de

Resilient und wandlungsfähig: Alternatives trotzen den Krisen

Der Alternatives-Boom geht weiter – mit einigen Verlagerungen. Immer beliebter wird Private Debt. Dazu steigt die Nachfrage nach ESG-konformen Alternative Investments. Doch die Herausforderungen sind groß, unter anderem wegen fehlender ESG-Daten. Dabei sind Alternatives in besonderer Weise geeignet, einen Beitrag zur Klimawende zu leisten und Innovationen anzuschieben.

Selbst die schlimmste Pandemie seit hundert Jahren konnte dem Trend nichts anhaben: Immer mehr institutionelle Investoren entscheiden sich für Alternative Investments. Die Zinsen sind trotz jüngstem Anstieg immer noch niedrig, die Volatilität an den liquiden Märkten hoch, dazu gesellt sich nun noch eine hohe Inflation, die die Suche nach Sachwerten abermals verstärkt. Dem Finanzdatenanbieter Preqin zufolge ist das von institutionellen Investoren weltweit verwaltete Vermögen in Alternative Assets im vergangenen Jahr auf 13,3 Bio. US-Dollar gestiegen. Im Pandemiejahr 2020 hätten Alternatives ihre Widerstandskraft unter Beweis gestellt, erklärt Preqin, 2021 hätten sie gezeigt, dass sie sich auch in einem schnell wandelnden Umfeld gut entwickeln könnten (Quellen: Preqin, 12.1.2022, Börsen-Zeitung, 12.1.2022).

Nicht nur die absoluten Zahlen weisen nach oben, auch die relativen. Dem „BAI Investor Survey 2021“ zufolge ist der Anteil von Alternatives in den Portfolios der über 100 befragten

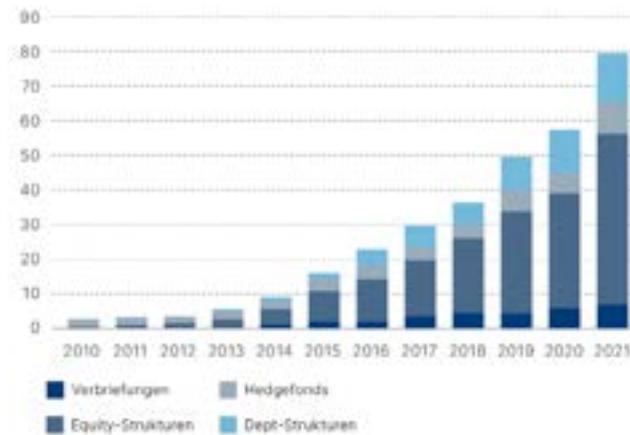
institutionellen Investoren von 21,7 Prozent 2020 auf 22,7 Prozent 2021 gestiegen.

Die Zahlen von Universal Investment bestätigen diese Entwicklungen. Das Volumen der bei Universal Investment in Deutschland und Luxemburg aufgelegten Vehikel, die ausschließlich in Alternatives investieren, ist von Ende 2020 bis Ende 2021 von knapp 57 Mrd. Euro auf fast 80 Mrd. Euro gestiegen – ein Plus von 40 Prozent in nur einem Jahr (s. Abb. 1).

ALTERNATIVES & REAL ESTATE AUF DER PLATTFORM VON UNIVERSAL INVESTMENT: VON 1 PROZENT IM JAHR 2010 AUF DERZEIT ÜBER 17 PROZENT

Auch der Anteil von Alternatives & Real Estate auf der Plattform von Universal Investment ist in Relation zu anderen Asset-Klassen weiter gewachsen, wie die regelmäßig durchgeführte 360-Grad-Analyse von Universal Investment zum Anlageverhalten institutioneller Investoren zeigt. Sie umfasst im Gegensatz zu den oben genannten Zahlen alle Anlagen in deutschen Spezialfonds bei Universal Investment. Die 360-Grad-Analyse ermöglicht einen durchaus repräsentativen Blick auf das Anlageverhalten institutioneller Investoren in Deutschland. Denn die analysierten Assets

ABB. 1: INVENTARWERTENTWICKLUNG IN MRD. EUR



Stand: Dezember 2021; Quelle: Universal Investment

unter Administration belaufen sich auf 510 Mrd. Euro. Das entspricht etwa 23 Prozent des gesamten vom BVI erfassten offenen und geschlossenen Spezialfondsvermögens von 2.225 Mrd. Euro (Quelle: BVI, 31.12.2021).

Der Rentenanteil der institutionellen Investoren ist der 360-Grad-Analyse zufolge mit 38,6 Prozent per Ende 2021 erstmals unter 39 Prozent gesunken – das niedrigste Niveau seit Auswertung der Daten. Die Aktienquote kletterte



Dr. Sofia Harschar
Universal Investment

TRENDS BEI ALTERNATIVE INVESTMENTS

weiter nach oben auf 26,9 Prozent. Immobilien in Spezialfonds machten brutto (die Grafik zeigt die Nettobestände) rund 5,4 Prozent auf der Plattform aus. Dazu kamen Beteiligungs-/Infrastrukturprojekte mit 11,7 Prozent. Insgesamt steckten somit 17,1 Prozent in Real Assets/Immobilien, im Vergleich zu weniger als 1 Prozent Anfang 2012 (s. Abb. 2).

PRIVATE DEBT IMMER BELIEBTER

Auch wenn Private Equity weiter den größten Anteil ausmacht: Innerhalb der Asset-Klasse Alternatives ging der Trend zuletzt klar zu Debt-Strukturen – und dies in all ihren Facetten. Das zeigt sich im Volumen und auch in der Zahl der Transaktionen von Universal Investment.

Private Debt bietet eine ganze Reihe von Vorteilen: die Chance auf Renditen über denen von Anleihen, die zusätzliche Diversifizierung, die meist niedrige Korrelation zu anderen Anlageklassen sowie planbare Cashflows. Speziell zur Deckung langfristiger Verbindlichkeiten eignet sich Private Debt daher besonders gut. Die Kombination unterschiedlicher Debt-Strategien bietet zudem eine weitere Diversifizierungsmöglichkeit – mit Engagements in unterschiedliche Debt-Bereiche wie Unternehmens-, Infrastruktur- oder Immobilienfinanzierungen. Anlageformen in Private Debt

können im Übrigen regulatorisch gegenüber Private Equity im Vorteil sein. Für Versicherer, die Solvency II unterliegen, sind Fremdkapitalinstrumente inklusive Kreditfonds unter bestimmten Voraussetzungen weniger eigenkapitalintensiv als Private Equity oder Direktinvestitionen in Immobilien.

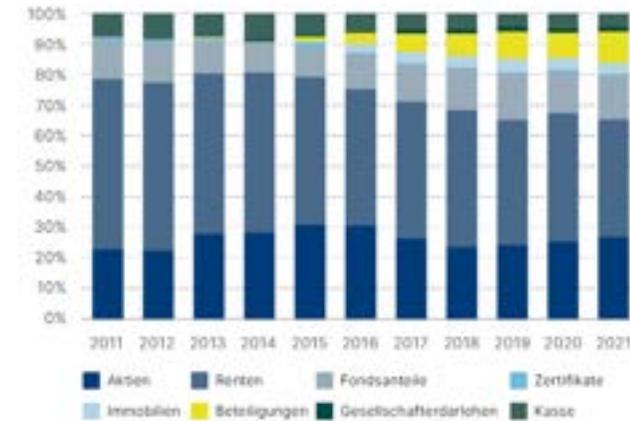
TREND ZU NACHHALTIGEN INVESTMENTS

Neben der Entwicklung in Richtung Private Debt ist ein weiterer Trend klar erkennbar: der Trend zu nachhaltigen Investments. Viele Investoren von Alternatives wollen in Projekte mit konkreter positiver Nachhaltigkeitswirkung investieren. Auch das belegt eine Umfrage von Universal Investment – die Nachhaltigkeitsumfrage aus dem Herbst 2021, die sich allerdings nicht nur auf Alternatives beschränkte, sondern alle Investments einbezog. Rund 200 Kunden nahmen an der Umfrage teil, darunter Finanzinstitute, Versicherungen, Pensionskassen, Versorgungskassen und Vorsorgeeinrichtungen. Das Ergebnis: Für 86 Prozent der Investoren spielt Nachhaltigkeit in der Kapitalanlage eine Rolle, über 60 Prozent nutzen bereits eine oder mehrere ESG-Strategien.

Was die Umfrage allerdings auch deutlich macht: ESG stellt Investoren vor besondere Probleme. Als größte Heraus-

ABB. 2: ALTERNATIVES & REAL ESTATE AUF DER PLATTFORM VON UNIVERSAL INVESTMENT IMMER WICHTIGER

510 Mrd. Euro in der Analyse



Stand: Dezember 2021; Quelle: Universal Investment

forderung sehen die Befragten die regulatorische Unsicherheit. Dem folgen der Mangel an vergleichbaren und historischen Daten, die Heterogenität der Datenmenge, das eingeschränkte Verständnis von ESG und die länderspezifische ESG-Regulatorik.



Robert Bluhm
Universal Investment

ALTERNATIVES MIT ESG-CHARAKTER – KEIN LEICHTES UNTERFANGEN

Was hinsichtlich ESG für alle Asset-Klassen gilt, dürfte einmal mehr für Alternatives gelten. Zwar weisen viele Alternatives klassische Nachhaltigkeitscharakteristika auf, etwa Projekte aus dem Bereich erneuerbarer Energien oder der klassische öffentliche Nah- und Fernverkehr. Auch der langfristige Charakter von Alternatives passt gut zur Nachhaltigkeit. Doch erfordert die Langfristigkeit ein noch genaueres Hinsehen bei der Selektion. Fehlentscheidungen sind viel schwerer zu korrigieren als bei liquiden Anlagen.

Sowohl Investoren als auch Vermögensverwalter stehen vor dem Problem, dass ihnen zu Investitionen im Bereich Alternatives meist keine nachhaltigkeitsbezogenen Daten zur Verfügung stehen. Was schon in der Welt der liquiden Anlageklassen in Einzelbereichen eine Herausforderung ist, stellt sich in der Welt der illiquiden Anlagen nochmals komplexer dar, da es weder Standards noch automatisierte Datenfeeds gibt. Verlässliche Daten sind aufgrund von fehlenden standardisierten Erhebungsstrukturen und Messproblemen meist nicht verfügbar. Für ein systematisches ESG-Reporting im Bereich Alternatives gibt es allenfalls erste Ansätze.

Dazu kommen oft hohe Aufwände für die Datenerfassung. Im Aktienbereich veröffentlichen börsennotierte Unternehmen meist dezidierte Nachhaltigkeitsberichte mit Ausweisen zu bestimmten Nachhaltigkeitsindikatoren. Dies erleichtert die Aufbereitung von ESG-Kennzahlen durch Datenprovider, die von einer Vielzahl von Investoren genutzt werden können. Im Bereich der Alternatives gibt es hingegen oft nur wenige Investoren pro Investment und kaum frei verfügbare Informationen zu nachhaltigkeitsrelevanten Kennzahlen. Es muss häufig auf Eigenerhebung zurückgegriffen werden, da eine automatisierte Datenbeschaffung weitestgehend nicht möglich ist. Zusätzliche Herausforderungen erwachsen, wenn die Anbieter nicht aus Europa kommen und mit den hiesigen regulatorischen Vorgaben nicht vertraut sind. Nicht selten fehlt auch ein Verständnis für die Zusatzaufwände, die durch die Datenerfassung entstehen.

Gleichzeitig strömen immer mehr institutionelle Investoren an den Alternative-Investments-Markt, die bislang nichts damit zu tun hatten und für die Alternatives nur einer von vielen Bausteinen in ihrer umfassenden Portfoliostrategie ist. Sie stellen ganz selbstverständlich in Bezug auf das Reporting – auch das ESG-Reporting – dieselben Anforderungen wie an ihre klassischen Investments. Dadurch kommt im Übrigen den

Plattformen eine wachsende Bedeutung zu: Investoren und Fondsinstitute wollen eine Strategie im Blick behalten und umgesetzt wissen, die (auch) Alternative Investments umfasst.

ALTERNATIVES-QUOTEN: NOCH LUFT NACH OBEN

Wachsende Volumina, insbesondere im Bereich Private Debt, wachsende Anteile in den Portfolios, wachsende ESG-Ausrichtung: Setzen sich diese Trends fort? Dafür spricht einiges. Der Finanzdatenanbieter Preqin prognostiziert, dass das verwaltete Vermögen in Alternatives von derzeit gut 13 Bio. US-Dollar bis Ende 2026 auf über 23,2 Bio. US-Dollar anschwellen wird. Auch die BAI-Umfrage lässt ähnliche Schlüsse zu: Denn die Alternatives-Zielquote der befragten Investoren liegt bei rund 25 Prozent, der tatsächliche Anteil aber nur bei 22,7 Prozent. In fast allen Asset-Klassen der Alternative Investments haben die Investoren ihre Zielquote der Umfrage zufolge noch nicht erreicht, Ausnahme ist lediglich Real Estate Equity. Besonders viel Spielraum nach oben wird bei Private Debt und Infrastruktur ausgemacht.

Auch Universal Investment rechnet mit weiter steigenden Volumina und Quoten und einem anhaltend positiven Trend für Debt-Strukturen und Alternatives, die ESG-Kriterien genügen. Das liegt auch daran, dass der Asset-Klasse Alternative Investments auf dem Weg hin zu einer nachhaltigen Wirtschaft eine besondere Rolle zukommen dürfte. Viele neue Windkraft-, Solar- und Wasserkraftanlagen werden gebraucht, ebenso die entsprechende Netzinfrastruktur. Auch in der allgemeinen Infrastruktur-erneuerung hat Deutschland spürbare Defizite, etwa im öffentlichen Nah- und Fernverkehr.

INNOVATIONSTREIBER ALTERNATIVE INVESTMENTS

Daneben zeichnet sich noch eine weitere Entwicklung ab, die die Zukunft stark prägen dürfte: die Digitalisierung. Im Bereich Alternative Investments können digitale Assets die Mindestanlage senken und die Fungibilität verbessern. Die Möglichkeiten reichen hier von Infrastrukturinvestments, etwa in erneuerbare Energien, beispielsweise Windkraftanlagen, bis hin zu Finanzierungen von Waldprojekten. Fondsinitiatoren können sich damit neue Kundengruppen erschließen. Auch um diese neue Asset-Klasse abzubilden, hat die Universal Investment Gruppe mit UI Enlyte eine neue Gesellschaft gegründet.

Im Übrigen spielen Alternatives für Innovationen oft eine besondere Rolle. Carbon-Capture-Anlagen, für das Abscheiden und Speichern von Kohlendioxid, neue Arten der Energiegewinnung und -rückgewinnung, neuartige Methoden in der Medizintechnik – all diese Innovationen werden oft nicht gleich über die Börse finanziert, sondern zunächst über Private Markets. Der Alternatives-Boom dürfte damit noch lange nicht an sein Ende gekommen sein.



Disclaimer

© 2022. Alle Rechte vorbehalten. Dieser Artikel richtet sich ausschließlich an professionelle oder semiprofessionelle Investoren und ist nicht zur Weitergabe an Privatanleger bestimmt. Der Artikel dient ausschließlich Informationszwecken. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Eine Zusammenfassung Ihrer Anlegerrechte in deutscher Sprache finden Sie auf <https://www.universal-investment.com/de/Unternehmen/Compliance/Anlegerrechte>. Zudem weisen wir darauf hin, dass Universal Investment bei Fonds, für die sie als Verwaltungsgesellschaft Vorkehrungen für den Vertrieb der Fondsanteile in EU-Mitgliedstaaten getroffen hat, beschließen kann, diese gemäß Artikel 93a der Richtlinie 2009/65/EG und Artikel 32a der Richtlinie 2011/61/EU, insbesondere also mit Abgabe eines Pauschalangebots zum Rückkauf oder zur Rücknahme sämtlicher entsprechen-der Anteile, die von Anlegern in dem entsprechenden Mitgliedstaat gehalten werden, aufzuheben. Alle Aussagen geben die aktuelle Einschätzung der Autoren wieder. Universal Investment übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalts. Vervielfältigungen, Weitergaben oder Veränderungen dieser Veröffentlichung oder deren Inhalts bedürfen der vorherigen ausdrücklichen Erlaubnis von Universal Investment.

KONTAKT

Universal-Investment-Gesellschaft mbH

Theodor-Heuss-Allee 70
60486 Frankfurt am Main
www.universal-investment.com

Dr. Sofia Harrschar

Member of the Board
Executive Director
Country Head Luxembourg
Head of Alternative Investments & Structuring
Tel.: +49 69 71043-260
sofia.harrschar@universal-investment.com

Robert Bluhm

Director, Sustainability Officer /
Head of ESG-Office
Head of Product Management Alternative Investments & Structuring
Tel.: +49 69 71043-336
robert.bluhm@universal-investment.com

Fonds-Services aus einer Hand: unabhängig und mit Weitblick

Als eine der größten Fonds-Service-Plattformen und Super ManCos in Europa treiben wir Innovationen und Digitalisierung voran – um Fondsinitiatoren und institutionellen Investoren den Weg in die Zukunft zu öffnen. Wir sind Marktführer für Master-KVG und Private-Label-Fonds und entwickeln eine sehr große Bandbreite an Investmentlösungen: etwa individuelle Strukturierungsangebote, ganzheitliche Administration und ein umfassendes Risikomanagement. Mit unserer Unabhängigkeit und unserer Erfahrung aus über 50 Jahren am Markt schaffen wir so verlässliche Perspektiven für unsere Kunden.

universal-investment.com | +49 69 71043-0

Der Fondsstandort Luxemburg und seine Entwicklung

1. Bedeutung des Fondsstandorts Luxemburg

Die Attraktivität des Fondsstands Luxemburg basiert auf einer Vielzahl von Faktoren. Die nachstehend aufgezeigte Entwicklung der luxemburgischen Fondsgesetzgebung zeigt das Bestreben des luxemburgischen Gesetzgebers zuvörderst die Bedürfnisse von Investoren nach einem sicheren Rechtsrahmen mit einem hohen Schutzniveau zu befriedigen und gleichzeitig Investoren und der Fondsindustrie vielfältige Werkzeuge zur Strukturierung von Investmentfonds und zur Umsetzung von Anlagestrategien bereitzustellen.

Luxemburg ist heute einer der größten Fondsstandorte weltweit und beheimatet nach Zahlen der European Fund and Asset Management Association (EFAMA) 8,7 Prozent des weltweiten Investmentfondsvermögens im Bereich der offenen, regulierten Investmentfonds.¹

2. Meilensteine auf dem Weg zu einem der bedeutendsten Fondsstandorte weltweit für alternative Investments

Die Anfänge der luxemburgischen Fondsgesetzgebung reichen zurück bis in die 1970er Jahre. Das luxemburgische Gesetz über Organismen für gemeinsame Anlagen vom 30. März 1988 war ausschließlich auf Strukturen ausgerichtet, die für einen öffentlichen Vertrieb bestimmt waren. Eine

Investmentstruktur, die sich ausschließlich an einen kleinen Kreis sachkundiger Anleger richtete, war nicht vorgesehen.²

2.1. Von Privatanlegerfonds/Fonds für den öffentlichen Vertrieb zu Lösungen für institutionelle Anleger

Mit dem luxemburgischen Gesetz vom 19. Juli 1991 über Organismen für gemeinsame Anlagen, deren Anteile nicht zum öffentlichen Vertrieb bestimmt sind (1991-Gesetz), wurde erstmals das Konzept der institutionellen Investoren eingeführt und in den folgenden Jahrzehnten das Angebot an Anlagevehikeln für alternative Investments stetig ausgebaut. Das 1991-Gesetz wurde später durch das luxemburgische Gesetz vom 13. Februar 2007 über spezialisierte Investmentfonds (SIF-Gesetz) ersetzt.

2.2. Öffnung für sachkundige Anleger

Das Konzept des institutionellen Anlegers war vor Erlass des luxemburgischen Gesetzes vom 15. Juni 2004 über die Investmentgesellschaft zur Anlage in Risikokapital (SICAR-Gesetz) und dem SIF-Gesetz zunehmend als Einschränkung betrachtet worden. Daher wurden die zulässigen Anleger in einer erweiterten Definition der „sachkundigen Anleger“ im SICAR-Gesetz und im SIF-Gesetz definiert.

Hierbei kommen neben institutionellen und professionellen Anlegern i.S.d. MiFID auch Privatanleger in Betracht, die sich mit dem Status als sachkundige Anleger einverstanden erklären und (i) mindestens einen Betrag von 125.000 Euro investieren oder (ii) über eine Einstufung bestimmter Dritter (beispielsweise eines Kreditinstituts) verfügen und aus der hervorgeht, dass der Anleger über den Sachverstand, die Erfahrung und die Kenntnisse verfügt, um auf angemessene Weise die Anlage einschätzen zu können. Damit wurden Investitionen durch besonders qualifizierte Anleger möglich, die zuvor als Privatanleger kaum Zugang zu alternativen Investments hatten.

Das SIF-Gesetz und das SICAR-Gesetz zeichneten sich darüber hinaus von Anfang an durch ein erhebliches Maß an Flexibilität für alternative Anlagestrategien aus. Durch das Konzept der sachkundigen Anleger wurden diese einem breiten Anlegerkreis zugänglich.

2.2.1. Risikokapitalanlagen

Ein spezielles Vehikel für Risikokapitalanlagen wurde mit dem SICAR-Gesetz geschaffen. Eine SICAR (société d'investissement en capital à risque) wird durch die Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) genehmigt und laufend überwacht. Eine SICAR kann so ausgestaltet sein, dass sie als ein Alternativer Investmentfonds im Sinne der Richtlinie



Henning Schwabe
Partner
Investment Management
henning.schwabe@arendt.com
Tel.: +352 40 78 78-525
Mobil: +352 621 322 105

2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010 (AIFM-Richtlinie) zu qualifizieren ist. Anders als andere Fondsvehikel ist die SICAR aber an kein Risikostreuungserfordernis gebunden.

Mit dem CSSF-Rundschreiben 06/241 vom 5. April 2006 hat die CSSF eine Klarstellung des Konzepts des Risikokapitals veröffentlicht, das durch das kumulative Vorliegen der folgenden Kriterien charakterisiert wird:

- ein hoher Risikofaktor; und
- aktive Entwicklungsabsichten in Bezug auf die Zielunternehmen (Schaffung eines Mehrwerts).

2.2.2. Spezialisierte Investmentfonds (SIF)

Mit dem SIF-Gesetz hat der luxemburgische Gesetzgeber ein umfassendes und unabhängiges Regelwerk geschaffen.³ Mit den neuen Regeln des SIF-Gesetzes wurde das Ziel verfolgt, eine Struktur für die gestiegene Nachfrage nach alternativen Investmentstrukturen zur Verfügung zu stellen.⁴

Durch das SIF-Gesetz steht Fondsindustrie und Investoren ein sehr flexibles und dennoch reguliertes Fondsvehikel

zur Verfügung. Eine definierte Liste zulässiger Anlagen oder Investmentstrategien enthält das SIF-Gesetz nicht. Eine wesentliche Bestimmung für die Anlagen ist jedoch in Artikel 1 (1) des SIF-Gesetzes enthalten. Demnach sind die Mittel des SIF nach dem Grundsatz der Risikostreuung anzulegen. Dieses Erfordernis wurde von der CSSF im CSSF-Rundschreiben 07/309 vom 3. August 2007 konkretisiert. Demnach ist der Grundsatz der Risikostreuung erfüllt, sofern der SIF nicht mehr als 30 Prozent seines Vermögens in einen Vermögenswert eines Emittenten investiert. Bestimmte Investments sind jedoch von dieser Betrachtung ausgenommen, wie beispielsweise Zielfondsinvestments, die einer ähnlichen Pflicht zur Risikostreuung unterliegen, oder Investments in Wertpapiere, die von bestimmten Staaten ausgegeben und garantiert werden. Zudem können im Einzelfall Ausnahmen vom 30 Prozent-Erfordernis zugelassen werden.

2.3. Die AIFM-Richtlinie

Ein wesentlicher Impuls für das weitere Wachstum für Anlageprodukte für alternative Investments war die Umsetzung der AIFM-Richtlinie in luxemburgisches Recht durch das Gesetz vom 12. Juli 2013 über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Gesetz). Die AIFM-Richtlinie ist das Ergebnis einer Übereinkunft der G20 für eine

stärkere Regulierungsaufsicht über systemisch relevante Finanzmarktakteure und ihre Aktivitäten.⁵

Das AIFM-Gesetz bietet einen einheitlichen Rechtsrahmen für die Zulassung, Tätigkeit und Aufsicht von Verwaltern Alternativer Investmentfonds. Anders als die Regulierung von Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) knüpft das AIFM-Gesetz nicht unmittelbar an ein Produkt an, sondern adressiert den Verwalter eines Anlagevehikels, das nicht den Gesetzgebungsakten zu OGAW unterfällt. Insoweit beschränkt sich das AIFM-Gesetz auf eine weite Definition des Alternativen Investmentfonds (AIF)⁶, der durch einen AIFM verwaltet wird, und damit dem Gesetzgeber die Möglichkeit eröffnet, selbständige Produktgesetze zu erlassen.

Ein wesentlicher Grundstein für den Erfolg alternativer Investmentvehikel, der durch die AIFM-Richtlinie gelegt wurde, ist sicherlich die Möglichkeit EU-AIF grenzüberschreitend in der Europäischen Union an professionelle Anleger zu vertreiben.

2.4. Reservierte Alternative Investmentfonds

Der luxemburgische Reservierte Alternative Investmentfonds (RAIF) wurde als neues Fondsvehikel mit dem luxemburgischen Gesetz vom 23 Juli 2016 (RAIF-Gesetz)



Dr. Michael Daemgen
Partner
Arendt Regulatory & Consulting
Michael.Daemgen@arendt.com
Tel.: +352 26 09 10 7745
Mobil: +352 621 45 78 11

eingeführt, dass eine erheblich kürzere Markteinführungszeit durch den Wegfall einer „doppelten“ Beaufsichtigung ermöglicht. Anders als die erwähnten SIF- und SICAR-Strukturen unterliegt der RAIF, anders als sein Verwalter, der AIFM, keiner unmittelbaren Aufsicht durch die CSSF. Es entfällt mithin die direkte Beaufsichtigung des Fondsvehikels, so dass sich dessen „Beaufsichtigung“ als eine mittelbare darstellt, namentlich durch die Beaufsichtigung des AIFM. Das RAIF-Gesetz eröffnet die Möglichkeit alle Arten von alternativen Investmentstrategien zu verfolgen mit Anlagen in Private Equity, Immobilien, Hedge-Geschäfte, Infrastruktur, Schuldverschreibungen und börsennotierte Wertpapiere aller Art sowie selbst Darlehen zu vergeben.

Mit dem RAIF-Gesetz hat der luxemburgische Gesetzgeber ein Fondsvehikel bereitgestellt, das Eigenschaften eines regulierten Fonds aufweist⁷, aber mangels Erfordernisses eines vorherigen Genehmigungsprozesses und ohne laufende Überwachung eine verkürzte Markteinführungszeit aufweist.

2.5. Weitere unregulierte Fondsstrukturen

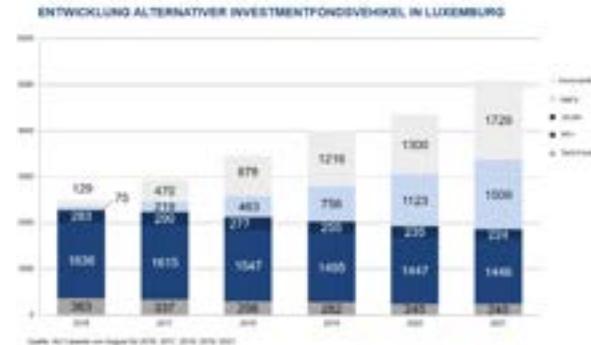
Besondere Flexibilität bei der Fondsstrukturierung bieten im unregulierten Bereich, neben dem erwähnten RAIF, die einfache Kommanditgesellschaft (Société en commandite simple – SCS) sowie die noch relativ junge Rechtsform der Spezialkommanditgesellschaft (Société en commandite

spéciale – SCSp). Im Unterschied zur SCS verfügt die SCSp nicht über eine eigene Rechtspersönlichkeit. Beiden gemeinsam ist, dass sie über einen unbeschränkt haftenden Gesellschafter und über einen beschränkt haftenden Gesellschafter verfügen müssen. Die Flexibilität in der Strukturierung wird dadurch erreicht, dass die Gesellschafter den Inhalt des Gesellschaftsvertrags sehr weitreichend, d.h. ohne umfangreiche zwingende gesetzliche Vorgaben gestalten können, insbesondere ohne an Vorschriften eines speziellen Produktgesetzes gebunden zu sein. Insoweit sind etwa Anlagegrenzen oder Anlagerestriktionen und Risikostreuungsgrundsätze nicht erforderlich. Zudem können Aspekte wie die Aufnahme neuer Kommanditisten, Kapitaleinlagen und Rücknahmen, Gewinnverteilung und Ausschüttungen sehr flexibel gestaltet werden. Die SCS oder SCSp kann darüber hinaus als Alternativer Investmentfonds im Sinne der AIFM-Richtlinie ausgestaltet werden. Nur für den Fall, dass die SCS oder SCSp als Alternativer Investmentfonds zu qualifizieren ist, bestehen Restriktionen hinsichtlich des Anlegerkreises.

3. Das heutige luxemburgische Fondsrepertoire

Heute bietet der gesetzliche Rahmen Luxemburgs eine Vielzahl unterschiedlicher Strukturierungsmöglichkeiten, die sowohl regulierte als auch unregulierte Anlagevehikel umfassen und für jeden Investor und jedes Investment die passende Lösung ermöglichen.

Die Association of the Luxembourg Fund Industry (ALFI) veröffentlicht regelmäßig Zahlen zur Entwicklung verschiedener alternativer Investmentfondsvehikel in Luxemburg, die in der nachstehenden Grafik dargestellt sind. Daran ist eine Tendenz von regulierten Strukturen hin zu den unregulierten Kommandit-AIFs und RAIFs zu erkennen.



Sofern die Wahl auf einen neuen luxemburgischen Investmentfonds unter Nutzung eines bestimmten Produktgesetzes fällt, zum Beispiel auf einen Fonds nach dem SIF-Gesetz oder RAIF-Gesetz, kann der Initiator des Fonds zusätzlich dessen Rechtsform nach eigenen Gesichtspunkten frei wählen. Der



Pierre Beissel
 Partner
 Private Equity & Real Estate
pierre.beissel@arendt.com
 Tel.: +352 40 78 78-262
 Mobil: +352 621 28 28 91

Fonds kann dann etwa als fonds commun du placement (FCP), einem vertraglich geregelterm Gesamthandseigentum, ausgestaltet werden oder beispielsweise in einer Gesellschaftsform, wie einer Aktiengesellschaft (société anonyme – SA) oder einer société en commandite par actions (vergleichbar mit der deutschen Kommanditgesellschaft auf Aktien), mit veränderlichem oder festem Kapital gegründet werden.

Zudem besteht regelmäßig die Möglichkeit, dass der Fonds als sog. „Umbrella-Struktur“ ausgestaltet wird. Mit dieser wird ermöglicht, dass ein Fonds eine Vielzahl von Teilfondsvermögen bilden kann, deren Vermögenswerte und Verbindlichkeiten voneinander getrennt sind und mit einer einzelnen Fondsstruktur verschiedene Anlagestrategien verfolgt werden können.

4 Ausblick – AIFMD II

Die AIFM-Richtlinie wird derzeit überarbeitet, was interessante Neuerungen mit sich bringen wird.⁸

Nach dem ersten Entwurf eines Vorschlags für die Änderung der AIFM-Richtlinie sollen erstmals Vorschriften für AIFM aufgenommen werden, die Darlehensfonds verwalten. Teilweise betreffen diese möglichen Änderungen auch die Produktebene⁹. Diese Entwicklung wird sicherlich vom luxemburgischen Markt aufmerksam verfolgt werden, da in luxemburgischen Anlagevehikeln nach Zahlen der ALFI¹⁰

ein erhebliches Anlagevolumen von über 181 Milliarden Euro im Bereich „Private Debt“ verwaltet werden. Zudem wird das Thema der „Auslagerung“ von Tätigkeiten durch einen AIFM sowie dessen personelle und technische Ressourcen ein wesentlicher Aspekt der Neuregelungen. Ferner ist eine Harmonisierung in Bezug auf den Einsatz von Liquiditätsmanagement-Instrumenten beabsichtigt.¹¹ Insoweit soll die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) mit umfangreichen Kompetenzen ausgestattet werden, um Entwürfe technischer Regulierungsstandards zu erarbeiten. Ein finaler Entwurf für die Änderung der AIFM-Richtlinie liegt derzeit jedoch noch nicht vor¹², so dass mit Ergänzungen und Änderungen des bestehenden Entwurfs gerechnet werden muss.

- 1 Siehe internationale vierteljährliche Statistiken März 2022 der EFAMA; Abruf am 3. März 2022 unter: <https://www.efama.org/sites/default/files/files/MAR%2005%20International%20Statistical%20Release%20Q4%202021.pdf>.
- 2 Kremer/Lebbe, Collective Investment Schemes in Luxembourg, 2. Auflage 2014, Rn. 1.51.
- 3 Kremer/Lebbe, Collective Investment Schemes in Luxembourg, 2. Auflage 2014, Rn. 1.70.
- 4 Kremer/Lebbe, Collective Investment Schemes in Luxembourg, 2. Auflage 2014, Rn. 1.70.
- 5 Siehe Tollmann, in: Dornseifer u.a., AIFM-Richtlinie, 1. Auflage 2013, Einleitung Rn. 16.
- 6 Vgl. Artikel 1 (39) des AIFM-Gesetzes.
- 7 Vgl. Hoor/Medler, Luxembourg – Der neue Reserved Alternative Investment Fund, IStR 2017, 401, 402.
- 8 Details zur Initiative zur Änderung der AIFM-Richtlinie sind auf dem Internetauftritt der Europäischen Kommission unter https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Finanzdienstleistungen-Uberprufung-der-EU-Vorschriften-fur-Verwalter-alternativer-Investmentfonds_de abrufbar.
- 9 Vgl. den Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der AIFM-Richtlinie (Abruf unter: [https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/detail?ref=COM\(2021\)721&lang=de](https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/detail?ref=COM(2021)721&lang=de)).
- 10 ALFI/KPMG, Private debt fund survey 2021, S. 5, Abruf unter https://www.alfi.lu/getattachment/4ade2c61-d64d-40c6-b38c-627386bb9638/app_data-import-alfi-private-debt-fund-survey-2021.pdf.
- 11 Vgl. Anhänge des Vorschlages für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der AIFM-Richtlinie (Abruf unter: [https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/detail?ref=COM\(2021\)721&lang=de](https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/detail?ref=COM(2021)721&lang=de)).
- 12 Stand 5. Mai 2022.



Pascal Sonnen
Advisor
Investment Management
pascal.sonnen@arendt.com
Tel.: +352 40 78 78-5963
Mobil: +352 621 571 494



your legal, tax and
business services firm
in Luxembourg



more than one third of Luxembourg investment funds
are advised by Arendt.* **is yours?**

*according to Monterey Insight Luxembourg Fund Report 2021

[arendt.com](https://www.arendt.com)

Investitionen in Alternative Investments über deutsche Spezialfonds – neue Strukturvarianten durch das Fondsstandortgesetz

Die Stärkung des Fondsstandorts Deutschlands steht seit Jahren im Fokus der Investmentbranche. Nicht immer konnte sie sich hierbei auf die Unterstützung der jeweiligen Regierung verlassen. Das ungebrochene Wachstum alternativer Assetklassen in den Portfolien institutioneller Investoren ruft dabei nach Fondsprodukten, die sowohl die Effizienz etablierter, deutscher Sondervermögen aufzeigen als auch im internationalen Vergleich wettbewerbsfähig sind.

Das im Jahr 2021 in Kraft getretene Fondsstandortgesetz verfolgt nun ausdrücklich das Ziel, Deutschland als Fondsstandort attraktiver zu machen und führt neben der Umsetzung europarechtlicher Vorgaben und der Begünstigung des grenzüberschreitenden Vertriebs, u. a. geschlossene Fonds als inländische Sondervermögen (§ 285 KAGB) ein, die eine willkommene Ergänzung zur Produktpalette deutscher Spezialfonds für professionelle Investoren bei Anlage in alternative Assetklassen bieten.

REGULATORISCHE ANPASSUNGEN UND AUFSICHTSRECHTLICHE UNTERSCHIEDUNG NACH KAGB

Die jüngere Vergangenheit für alternative Anlageklassen am Standort Deutschland war von 2014 bis 2018 durch Einschränkungen und Unsicherheiten geprägt, die eine

Investition institutioneller Anleger in Alternative Investments über ihre deutschen Investmentvermögen erheblich erschwerte – und zwar auf steuerrechtlicher (Investmentsteuergesetz, InvStG) und anlegerspezifischer Ebene (Anlageverordnung, AnIV).

Mit dem Inkrafttreten der Investmentsteuerreform zu Beginn des Jahres 2018 änderten sich die steuerlichen Rahmenbedingungen zur Investition in Alternative Investments über deutsche Fondsvehikel erheblich. Nun waren endlich die notwendigen Voraussetzungen geschaffen, deutsche Fonds zur Bündelung von Alternative Investments sinnvoll einzusetzen und damit institutionellen Anlegern für die Umsetzung ihrer strategischen und taktischen Asset Allocation, welche oftmals einen deutlichen Zuwachs an alternativen Kapitalanlagen vorsieht, neben ausländischen Fondsstrukturen kompetitive deutsche Fondslösungen an die Hand zu geben.

Die Vorteile sind vielfältig – bei einer fundierten Konzeption und einer umfassenden Umsetzung aus einer Hand. Dabei sind die verschiedenen Ebenen Investmentsteuergesetz (InvStG), Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), und Anlegerregulierung (insb. AnIV) für die Konzeption der tragenden Investmentstruktur relevant. Entsprechend entwickelte sich ein deutlicher Trend, Alternative Investments nicht nur im Ausland, sondern vermehrt in deutschen Investmentvermögen zu bündeln.

INVESTMENTSTEUERRECHTLICHE VORAUSSETZUNGEN FÜR ALTERNATIVE INVESTMENTS

Mit Einführung der Investmentsteuerreform wird seit 2018 steuerlich zwischen Investmentfonds (Kapitel-2-Fonds) und Spezial-Investmentfonds (Kapitel-3-Fonds) unterschieden.

Für Kapitel-3-Fonds schreibt der Gesetzgeber weiterhin einen abschließenden Anlagekatalog investmentsteuerrechtlich zulässiger Vermögenswerte vor, welcher Investitionen in alternative Anlagen nur sehr eingeschränkt ermöglicht: Auch das im Januar 2021 veröffentlichte Anwendungsschreiben zum InvStG hat diesbezüglich keine herausreichenden Erleichterungen geschaffen. So ist der insbesondere der Erwerb von Anteilen an gewerblichen Personengesellschaften, welche die dominierende Rechtsform für Fonds mit alternativen Anlagestrategien darstellt, lediglich im Rahmen einer „Schmutzquote“ von bis zu 10 Prozent des Fondsvolumens möglich.

Der Kapitel-2-Fonds hingegen kann auch steuerlich in sämtliche Vermögenswerte investieren, die das Investmentaufsichtsrecht für Investmentvermögen für zulässig erachtet, d. h. insbesondere in jegliche Formen von Unternehmensbeteiligungen. Anlagegrenzen für einzelne Anlageklassen werden ihm nicht vorgeschrieben.



Felix von Bothmer
HSBC INKA

Für die Bündelung alternativer Anlageklassen ist der Kapitel-2-Fonds daher im Fokus institutioneller Kapitalanleger.

FONDSPRODUKTE AM STANDORT DEUTSCHLAND GEMÄSS KAPITALANLAGEGESETZBUCH

Als Pooling-Vehikel verschiedener alternativer Anlagen in einem deutschen Kapitel-2-Fonds haben sich seit der Investmentsteuerreform maßgeblich offene Investmentvermögen in Form des Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen gemäß § 284 KAGB sowie des Spezial-AIF gemäß § 282 KAGB angeboten.

Das bislang am häufigsten genutzte Investmentvermögen zur Bündelung verschiedener alternativer Anlagen in Deutschland ist dabei der seit langem etablierte Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen gemäß § 284 KAGB. Das liegt zum einen daran, dass eine Vielzahl institutioneller Anleger Teile ihrer Kapitalanlage bereits in einen oder mehrere Spezial-AIF gemäß § 284 KAGB („Masterfonds“) investiert haben und damit bereits über ein Pooling-Vehikel verfügen. Weitere begünstigende Aspekte, wie beispielsweise die Erleichterung des Cash Management durch Bedienung von Kapitalabrufen durch liquide Anlagen, gemeinsames Risikomanagement

über die komplette Kapitalanlage, Transparenz aus VAG-Sicht, um nur drei Beispiele zu nennen, zementieren diesen Status. Im Vergleich zu einem Fonds gemäß § 282 KAGB ist ihm per Gesetz jedoch eine Anlagegrenze für nicht notierte Unternehmensbeteiligung in Höhe von 20 Prozent seines NAV vorgegeben, auf welche insbesondere Anteile an vielen gängigen Fondsstrukturen zur Investition in alternative Anlagestrategien anzurechnen sind. Dagegen bestehen allerdings keine Anlagegrenzen für Schuldverschreibungen oder Darlehen, was den Spezial-AIF gemäß § 284 KAGB besonders attraktiv für die Investition in Direct Private Debt oder (Bank-)Loans macht. Kombiniert mit den liquiden (Wertpapier-)Anlagen erhöhen solche Fremdkapitalinvestitionen natürlich den Spielraum für Vermögenswerte, die auf die zuvor genannte Anlagegrenze für nicht notierte Unternehmensbeteiligungen anzurechnen sind.

Anlegern, welche die Vorgaben der AnIV, sei es direkt, mittelbar oder freiwillig, zu beachten haben (AnIV-Anleger), bietet der Spezial-AIF gemäß § 284 KAGB bei entsprechender Ausgestaltung den Vorteil, dass er als Investmentvermögen gemäß § 2 Abs. 1 Nr. 16 AnIV (bzw. § 17 Abs. 1 Nr. 16 PFAV) klassifiziert, quantitativ unbegrenzt erwerbbar ist und durch seine Transparenz eine Investition in verschiedene Anlageformen erlaubt, ohne für die Zuordnung zu den jeweiligen

Investitionsquoten hierfür die im Ausland üblichen Teilfonds erfordert. So werden Investitionen, die z. B. der Beteiligungsquote oder aber der Immobilienquote zuzuordnen sind, über das VAG-Reporting erkenntlich gemacht.

Der allgemeine Spezial-AIF gemäß § 282 KAGB zeichnet sich dadurch aus, dass er weder einen Katalog zulässiger Vermögensgegenstände beachtet, noch bestimmte Maximalgrenzen einhalten muss, solange die erworbenen Vermögenswerte bewertbar sind und eine Risikodiversifizierung (mittelbar) sichergestellt ist. Demnach ermöglicht der Spezial-AIF gemäß § 282 KAGB Anlagen zu bis zu 100 Prozent in alternative Assets jeglicher Ausgestaltung. Für AnIV-Anleger besteht dabei die Möglichkeit, das Investmentvermögen so auszugestalten, dass es auf die Beteiligungsquote, die Immobilienquote oder die sog. alternative Quote angerechnet werden kann.

Bei der Investition in Spezial-AIF gemäß § 282 KAGB sind erfahrungsgemäß zwei Aspekte frühzeitig für eine effiziente Strukturierung im Dialog mit dem Anleger zu beachten: Die Fondsverwaltung ist nicht von der Umsatzsteuer befreit, was in insb. in einer kommerziellen Gesamtbetrachtung abzuwägen und gemeinsam mit den Vorteilen eines Fonds in der vertraglichen Form als Sondervermögen im Vergleich zu bspw. ausländischen Strukturen abzuwägen ist. Darüber



Dr. Tim Günter
HSBC INKA

hinaus ist der Spezial-AIF gem. § 282 KAGB im Vergleich zum Spezial-AIF gem. § 284 KAGB zumindest nicht ausdrücklich von der Konsolidierungspflicht gemäß HGB ausgenommen. Ein ggf. operativer und bilanzieller Aufwand auf Anlegerseite kann allerdings durch eine Kaskadenstruktur, also den Erwerb über einen Spezial-AIF gemäß § 284 KAGB vermieden werden.

Das Fondsstandortgesetz hat im letzten Jahr darüber hinaus nun auch geschlossene Spezial-Sondervermögen gemäß § 285 KAGB am deutschen Fondsmarkt eingeführt. Bisher war die Auflage geschlossener Fondsstrukturen lediglich in Form von Investmentaktiengesellschaften oder Investmentkommanditgesellschaften möglich. Das geschlossene Sondervermögen gemäß § 285 KAGB baut auf den Eigenschaften des offenen Sondervermögens gemäß § 282 KAGB auf, insbesondere weist es sich als dem deutschen Recht unterliegendes Investmentvermögen mit überschaubarem Vertragswerk und hoher operativer Flexibilität aus. Im Vergleich ist es zudem zur direkten Darlehensvergabe berechtigt und eine Konsolidierung gem. HGB ist bei direkter Investition nicht erforderlich. Die Strukturierung eines geschlossenen Spezial-Sondervermögens gem. § 285 KAGB ist damit prädestiniert dafür, die Palette der am Standort Deutschland zur Verfügung stehenden Fondsprodukte konsequent zu erweitern und insbesondere Anlegern von

Kapitel-3-Fonds, die zuvor gezwungenermaßen eine ausländische Bündelungsstruktur zur Integration in ihre Fondsanlage über einen Spezial-AIF gemäß § 284 KAGB wählen mussten, eine kompetitive deutsche Struktur an die Hand zu geben.

EFFIZIENTE STRUKTURIERUNG ZUR BÜNDELUNG ALTERNATIVER ANLAGEN

Durch die Bündelung verschiedenster alternativer Anlagen über einen Spezial-AIF gemäß § 284 KAGB wird die Konsolidierungspflicht gemäß Handelsgesetzbuch aufgehoben, was beim direkten Erwerb anderer Strukturen, zum Beispiel einem Luxemburger RAIF in gesellschaftsrechtlicher Ausgestaltung, genau geprüft werden muss. Werden derartige Strukturen jedoch nur mittelbar im Rahmen einer Kaskade über einen Spezial-AIF gemäß § 284 KAGB gehalten, sind sie ebenfalls nicht zu konsolidieren. Dies macht für institutionelle Kapitalanleger insb. auch deutsche Bündelungsplattformen für alternative Anlagen in Form von Dachfondsstrukturen attraktiv, in denen Bündelungsvehikel, sei es Luxemburger RAIF oder Investmentvermögen gemäß § 282 KAGB und/oder § 285 KAGB über einen Fonds gemäß § 284 KAGB mittelbar gehalten werden.

Die Bündelung der Anlagen über eine zentrale Plattform kann dabei den operationellen Aufwand auf Anlegerseite um ein Vielfaches verringern und ermöglicht gleichzeitig auch die Integration alternativer Anlagen in Sicherungskonzepte, wie bspw. ein übergreifendes FX-Overlay. Während auf Anlegerseite aufgrund fehlender Skaleneffekte die Investition in spezielle Infrastruktur im eigenen Hause verständlicherweise ausbleibt, zeichnet sich eine Kapitalverwaltungsgesellschaft damit als entsprechend aufgestellter Dienstleister explizit über die Transformation unterschiedlichster Datenströme in ein konsolidiertes, einheitliches sowie adressaten- und sachgerechtes Reporting aus. Der Aufwand verschiebt sich somit von dem Anleger auf die KVG.

EIN DURCHBRUCH FÜR DEN FONDSSTANDORT DEUTSCHLAND?

Der sukzessive Abbau regulatorischer und investmentsteuerrechtlichen Hemmnisse sowie die Einführung neuer Fondsprodukte und -konzepte am Standort Deutschland führt seit 2018 zu einem merklich gestiegenen Interesse deutscher, institutioneller Anleger in alternative Assetklassen über deutsche Fondsstrukturen zu investieren.

Wenn wir Dinge anders machen, wird es nie wieder sein wie zuvor.

Für Nachhaltigkeit im Business gibt es kein Zurück mehr. Gemeinsam mit unseren Kunden treiben wir den Wandel in eine nachhaltige Zukunft voran.



Der Anleger soll dabei stets in die Lage versetzt werden, Alternative Investments möglichst vollständig in (bestehenden) deutschen Investmentvermögen zu integrieren, um die Vorteile der holistischen Steuerung der Kapitalanlage bestmöglich zu nutzen. Hierbei wird in einem ersten Schritt die größtmögliche Menge der alternativen Anlagen direkt von seinen deutschen Investmentvermögen erworben, der verbleibende Teil wird durch die passende Auswahl der „best-of-breed“ – Kooperationspartner in z. B. Luxemburg oder Irland umgesetzt und idealerweise, aber nicht zwingend, in den deutschen Masterfonds integriert.

Für die Investition in alternative Assetklassen wird die Fragestellung „Deutschland oder Ausland?“ durch die jüngsten, regulatorischen Ergänzungen zu einer bewussten Verzahnung von Deutschland und ausländischen Fondsstandorten transformiert – je nach Interesse und Bedürfnis des Anlegers.

SPEZIAL-AIF (ALS STEUERLICHER INVESTMENTSFONDS, „KAPITEL-2-FONDS“)

	§ 284 KAGB Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen	§ 282 KAGB Spezial-AIF (offen, aber ohne feste Anlagebedingungen)	§ 285 KAGB Spezial-AIF (geschlossen, aber ohne feste Anlagebedingungen)
Mögliches Anlagespektrum	Anlagekatalog gem. § 284 Abs. 2 Nr. 2 KAGB Erwerbbarkeit gem. Anlagekatalog und damit aktuell sämtlicher im Markt bekannten Fonds- und Co-Investment Strukturen sowie Direktinvestitionen	Alle Anlageformen Erwerbbarkeit sämtlicher im Markt bekannten Fonds- und Co-Investment Strukturen sowie Direktinvestments	Alle Anlageformen Erwerbbarkeit sämtlicher im Markt bekannten Fonds- und Co-Investment Strukturen sowie Direktinvestments und originäre Darlehensvergabe zulässig
Anlagebeschränkungen	KAGB – jeweils max. 20% nicht notierte Unternehmensbeteiligungen und Aktien AnIV nur bei Ausgestaltung als Fonds gem. § 2 Abs. 1 Nr. 16 AnIV: max. 20% nicht notierte Wertpapiere max. 30% unverbriefte Darlehensforderungen max. 49% in offene „17er“	KAGB – keine AnIV Je nach Ausgestaltung und erwerbbarer Vermögensgegenstände § 2 Abs. 1 Nr. 14 c) AnIV § 2 Abs. 1 Nr. 13 b) AnIV oder § 2 Abs. 1 Nr. 17 AnIV	KAGB – keine AnIV Je nach Ausgestaltung und erwerbbarer Vermögensgegenstände § 2 Abs. 1 Nr. 14 c) AnIV § 2 Abs. 1 Nr. 13 b) AnIV oder § 2 Abs. 1 Nr. 17 AnIV
Risikomischung & Bewertbarkeit	Erforderlich (Fair Value Bewertung)		
Zuordnung gem. AnIV	Je nach Ausgestaltung, idealerweise unbeschränkt als Vermögensgegenstand gemäß § 2 Abs. 1 Nr. 16 AnIV	Je nach Ausgestaltung und erwerbbarer Vermögensgegenstände § 2 Abs. 1 Nr. 14 c) AnIV § 2 Abs. 1 Nr. 13 b) AnIV oder § 2 Abs. 1 Nr. 17 AnIV	Je nach Ausgestaltung und erwerbbarer Vermögensgegenstände § 2 Abs. 1 Nr. 14 c) AnIV § 2 Abs. 1 Nr. 13 b) AnIV oder § 2 Abs. 1 Nr. 17 AnIV
Komplexität zur Abbildung von Alternative Investments	Geringe Komplexität		
Operative Flexibilität	Hoch	Hoch	Mittel
Konsolidierungspflicht gem. HGB	Keine Konsolidierungspflicht gem. § 290 Abs. 2 Nr. 4 HGB	Ggf. Konsolidierungspflicht gemäß HGB	Keine Konsolidierungspflicht gem. § 290 Abs. 2 Nr. 4 HGB
Umsatzsteuer auf die Fondsverwaltung	Nein	Ja	Ja
DBA-Anwendbarkeit	Ja, ggf. auch Einstufung als Qualified Controlled Entity sofern der Anleger als Qualified Foreign Pension Fund (QFPF) qualifiziert		
Typische Anwendungsfälle in der Praxis	<ol style="list-style-type: none"> 1. Beimischung von alternativer Anlagen in Wertpapier-spezialfonds 2. Investitionen in Loans und „Direct Debt“ 3. Feeder für Kaskade zum Erwerb von Anteilen an offenen Spezial-AIF (§ 282 KAGB), geschlossenen Spezial-AIF (§ 285 KAGB) oder entsprechenden ausländischen Strukturen 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Bündelung alternativer Anlagen in einem Sondervermögen 2. Investitionen in Beteiligungsstrukturen, z.B. Private Equity etc. 3. Flexible Ausgestaltung gem. AnIV zur sortenreinen Zuordnung 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Bündelung alternativer Anlagen in einem Sondervermögen (ohne Konsolidierungspflicht gem. HGB) 2. Originäre Darlehensvergabe aus dem Sondervermögen 3. Erwerb als Bündelungsverhikle über „Kapitel-3“-Dachfonds 4. Flexible Ausgestaltung gem. AnIV zur sortenreinen Zuordnung

KONTAKT

Felix von Bothmer

Head of Alternative & Structured Products
Markets & Securities Services | HSBC INKA
Hansaallee 3
40549 Düsseldorf
f.bothmer@inka-kag.de

Dr. Tim Günter

Head of Insurance, Corporates, Asset
Manager & Platform Origination
Markets & Securities Services | HSBC INKA
Hansaallee 3
40549 Düsseldorf
t.guenter@inka-kag.de



Der BAI und seine Mitglieder (Stand Juli 2022)



Der BAI und seine Mitglieder (Stand Juli 2022)

Der BAI und seine Mitglieder (Stand Juli 2022)