



Diversifikation zählt.



Schwerpunktthema Private Debt

Der BAI e.V. dankt folgenden Sponsoren für die freundliche Unterstützung dieses Newsletters:



Bitte merken Sie sich die folgenden Termine vor:

Montag, 5. September 2022

BAI Webinar European Leveraged Loans:
"An allocation that's here to stay"

Mittwoch, 7. September 2022

BAI Webinar: Long Volatilität:
Value-Trade und Absicherung zugleich"

Montag, 12. September 2022, Frankfurt

BAI InnovationsDay

Dienstag, 20. September 2022

BAI Praxis-Webinar zur Umsetzung der SFDR RTS

Mittwoch, 21. September 2022

BAI Webinar: European ESG Template (EET) Reporting für alternative Investments

Mittwoch, 2. November 2022, Frankfurt

BAI Workshop Sustainable Finance & ESG

Inhalt

- 3** **Leitartikel**
Frank Dornseifer, BAI e.V.
- 6** **Mitgliederneuvorstellungen**
- 10** **Private-Debt-Dachfonds gemäß Artikel 8 SFDR ohne nachhaltige Investitionen**
Dr. Daniel Maier, YIELCO Investments AG
- 17** **Aktuelle Chancen an den öffentlichen und privaten Kreditmärkten**
Dan Ivascyn, PIMCO
- 19** **Extracting Investor Value From Banks' Core Loan Portfolios**
Olivier Renault, Pemberton Capital Advisors LLP
- 25** **Alternative Credit im Portfoliokontext**
Nuveen
- 27** **Senior Loans Investoren sind gut gewappnet**
Rafael Calvo, MV Credit
- 30** **Risiko-Rendite optimiertes Kreditgeschäft meets Private Debt – Anlagemöglichkeiten für konservative Investoren**
Charlotte Höntschke, M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA
- 35** **Infrastructure Debt: Stabilitätsanker im volatilen Umfeld**
Thomas Bayerl, MEAG
- 39** **Der Weg zum krisenfesten Private-Debt-Portfolio: Determinanten der Diversifikation und Managerselektion im Lower-Mid-Market**
Alexander Stern, David Hansen, Sven Gralla, Kapital 1852 Beratungs GmbH
- 45** **Direct Lending – alternative Anlageklasse mit attraktivem Risiko-Rendite-Profil**
Thomas Adler, Invesco, Invesco
- 48** **Der Markt für Real Estate Private Debt – Neue Perspektiven für Kreditnehmer und Investoren**
Rebecca Kunz und Susanne Skujat, Helaba Invest
- 51** **Beschleunigte Aufholjagd in der Krise**
Jakob Schramm und Lucas Pech, Golding Capital Partners
- 54** **Digitale Kreditvergabe als spannendes Teilsegment im Bereich Private Debt**
Marco Hinz und Jochen Weiss, Crosslend
- 59** **The Evolution of ESG in Lower Middle-Market Direct Lending**
Bryan Gostin and Jens Ernberg, Capital Dynamics
- 64** **Thema**
Vorname Nachname, BlackRock
- 65** **Die Assetklasse Real Estate Debt nach der Zeitenwende**
Manuel Köppel, BF.capital GmbH
- 69** **Veranstaltungshinweise**
- 74** **Buchvorstellungen**

Infrastructure Debt: Stabilitätsanker im volatilen Umfeld

Das Umfeld hat sich drastisch verändert: Zweistellige Inflationsraten drohen, ein scharfer Zinsanstieg, der noch nicht abgeschlossen ist, hohe und weiter steigende Energiepreise mit Versorgungsengpässen sowie Lieferkettenstörungen mit Produktionsausfällen. Viele Investoren fragen sich, ob sie mit der Assetklasse Infrastrukturkredite richtig aufgestellt sind.

Diese Frage lässt sich leicht beantworten: Attraktive Renditeaufschläge bei begrenztem Risiko und hoher Qualität der Investments sind gefragt. Langfristinvestoren sind ohnehin schon bei ruhigem Börsenwetter so aufgestellt gewesen, dass sie gut durch Schlechtwetterphasen kommen. Bei den Anlagezeiträumen von 20 oder 30 Jahren ist die Modellierung und Einbeziehung verschiedener Konjunkturlagen Standard in der Stressanalyse, sowie eine tiefe ESG-Prüfung, damit die Qualität der Investments lange Bestand hat.

Viele Investoren sind in dieser Assetklasse noch unterinvestiert und haben allein aus Gründen einer ausbalancierten, gute diversifizierten Kapitalanlage noch höheren Bedarf. Deswegen gilt jetzt: Zeit zu handeln, wenn andere noch zögern.

Infrastruktur gehört die Zukunft

Die G7-Staaten wollen in Infrastruktur investieren, so haben sie es auf ihrem Gipfel im bayrischen Elmau verkündet. Startpunkt ist ihre Partnerschaft für globale Infrastruktur und Investitionen. Aktueller und besser lässt sich die überragende Bedeutung der Infrastruktur für Gesellschaft, Politik und Wirtschaft kaum auf den Punkt bringen.

Wie notwendig eine leistungsfähige Infrastruktur ist, zeigt die aktuelle Gasknappheit in Deutschland. Es ist die Infrastruktur, die Handlungsoptionen eröffnet, aber auch begrenzt. Das Versorgungsnetz zu den Einspeisepunkten aber auch die nationale Verteilung, LNG-Terminals und eine mögliche Umrüstung der Gasinfrastruktur auf grünen Wasserstoff sind zentrale Fragen einer nachhaltig klimafreundlichen Energieversorgungssicherheit, die unmittelbar die politische und wirtschaftliche Souveränität Deutschlands bedingt. Die Dringlichkeit und Wichtigkeit des Bedarfs steht außer Frage.

Für Investoren bedeutet dies, dass es einen hohen Bedarf an Infrastrukturfinanzierungen geben wird. Staaten sind auch bereit, private Investoren zu vernünftigen Konditionen zu beteiligen. Zudem sollten Investoren verstärkt ESG-Kriterien bereits in der Projektplanung berücksichtigen. Klar ist: Ohne Digitalisierung, innovative Zukunftstechnologien und Klimaneutralität gibt es keinen Weg in eine nachhaltige Zukunft. Für Anleger ist das eine gute Nachricht – denn für sie tun sich erhebliche Investitionschancen auf.



Thomas Bayer,
Head of Illiquid Debt,
MEAG

Gewaltiger Investitionsstau

Allein in Deutschland bewegt sich der geschätzte Investitionsbedarf über die kommenden fünf Jahre von Bildung bis Verkehr im dreistelligen Milliardenbereich. Für Europa sieht der Juncker-Plan ein Investitionsvolumen im hohen dreistelligen Milliardenbereich vor. Der immense Erneuerungsbedarf und die genannten Programme werden in den kommenden Jahren für einen steten Strom neuer Ausschreibungen und Projekte sorgen, für deren Umsetzung die private Bereitschaft zur Finanzierung und Investition dringend benötigt wird. Die Staaten können und sollten diese Schuldenlast mit Blick auf zukünftige Generationen nicht allein schultern.

ESG-Kriterien sind essenziell

Schon heute gilt: ESG-Kriterien nehmen für Vermögensverwalter bei der initialen Prüfung, aber auch beim laufenden Monitoring von Infrastrukturprojekten eine wichtigere Rolle ein. Ihre Berücksichtigung wird kontinuierlich ausgebaut, intensiver in der Due Diligence der Investitionen betrieben und ist fest im Investitionsprozess verankert. Die Ergebnisse aus der ESG-Prüfung sollten vom Front Office, wie auch funktionsunabhängig vom Risikomanagement, in den Entscheidungsvorlagen dokumentiert und dem Investment Committee vorgelegt werden. So haben alle Entscheidungsinstanzen volle Transparenz über Chancen und Risiken einer Investition – nicht nur in finanzieller Hinsicht, sondern eben auch im Hinblick auf ESG-Kriterien. Eine Steuerung größerer Infrastruktur-Portfolien kann somit gezielt unter dem Aspekt der Nachhaltigkeit und transparenter Governance erfolgen.

Wesentlich ist hierbei die Analyse von Fragen zu Umwelteinwirkungen auf das Projekt (Outside In) und Auswirkungen eines Infrastrukturprojekts auf Mensch und Natur (Inside Out). Im Zuge steigender Anforderungen an die Transparenz werden mehr relevante Daten erhoben und ausgewertet. Am Ende bedarf es dabei einer Gesamtschau auf mögliche Konsequenzen einer Investition. Anhand der folgenden zwei Praxisbeispiele zeigt sich, wie wichtig eine umfassende ESG-Risikobewertung bereits zur Projekt-Due-Diligence für Investitionsentscheidungen sein kann.

Beispiele aus der Anlagepraxis: Autobahn & Rechenzentrum

Die Finanzierung von Autobahnen im Rahmen eines PPP-Modells ist ein „Klassiker“ im Bereich Infrastruktur-Investments. In Finnland erfolgte 2014 eine PPP-Ausschreibung für den Bau sowie langfristigen Betrieb eines Autobahnteilstücks der E18. Der Streckenabschnitt gehört zu den Transeuropäischen Verkehrsnetzen (TEN-V), einer EU-Initiative zur engeren Zusammenführung ihrer Mitgliedstaaten. Das Teilstück ist deswegen hinsichtlich des Buchstaben S in ESG hoch bewertet. Doch während der Due Diligence des Projekts galt es kritisch zu beurteilen, dass die Autobahn durch ein Gebiet verlaufen würde, in dem eine geschützte Tierart verbreitet ist. Die Streckenführung berücksichtigte bereits die Habitate der nordeuropäischen Gleithörnchen. Die finnischen Behörden hatten entschieden, dass ein verbleibendes Habitat geschützt und geordnet umgesiedelt werden musste, bevor mit den Bauarbeiten begonnen werden konnte. Die Entscheidung für die Autobahn war mit Blick auf den Tierschutz somit abgesichert. Mit Hilfe von Experten wurde der Bestand der betroffenen Gleithörnchen erhoben, diese eingefangen und in einem neuen, geeigneten Areal wieder ausgesetzt. Somit ließen sich Tierschutz und Kohäsion in der EU ideal miteinander vereinen.

Neu ist die Finanzierung großer Rechenzentren. Im konkreten Fall ging es um einen sogenannten Hyperscaler in den Niederlanden. Hyperscaler sind bei laufendem Betrieb „Stromfresser“, es ist daher vorteilhaft und wichtig, dass hierfür möglichst emissionsfrei erzeugter Strom aus Erneuerbaren Energien genutzt wird. Gleichzeitig müssen Hyperscaler gekühlt bzw. innerhalb bestimmter Temperaturbereiche betrieben werden. Dennoch wurde im Rahmen der ESG-Prüfung gezeigt, dass die zukunftsweisende, digitale Infrastruktur des Projekts mit Klimaschutzzielen vereinbar ist. Das Design sowie passive Kühlelemente des Gebäudes tragen maßgeblich zur energieschonenden Kühlung der Serveranlagen bei. Künftig ist bei vergleichbaren Rechenzentren zudem denkbar, dass die Abwärme weiterverwendet wird, indem sie in Fernwärmenetze eingespeist oder für die Beheizung von angrenzenden Gewächshäusern oder Aquakulturen genutzt wird. Gleichzeitig sollte die Errichtung eines Rechenzentrums in einem dicht besiedelten Gebiet nicht zu Lasten von Wohnraumflächen gehen. In dem vorliegenden Beispiel ist der Standort ein ehemaliges Hafengebiet, für das keine Wohnbesiedlung zugelassen ist.

Private Investoren liefern Beitrag zum Klimaschutz

Die Analyse von Transaktionen unter ESG-Aspekten ist heute essenziell und muss an steigende, regulatorische Anforderungen angepasst werden. Ja, mehr noch: Mit Blick auf die Pariser- und die

COP26-Klimaziele ist nachhaltiges Investieren von überragender Bedeutung für den Kapitalmarkt und seine Akteure. Doch der Weg zur angestrebten Klimaneutralität bis 2050 ist ambitioniert. Für Investitionstätigkeiten im Infrastrukturbereich bedeutet das, sich mit noch mehr Nachdruck auf CO₂-neutrale Industrie- und Produktionsanlagen, Carbon-Capturing, alternative Antriebe und neue Formen der Energiegewinnung zu konzentrieren. Dazu zählen CO₂-Filteranlagen, Produktion und Verteilung von Wasserstoff und fortgeschrittenere Verfahren im Recycling von Wert- und Rohstoffen.

Umsetzung: Maßgeschneiderte Verpackungen

In der Assetklasse Infrastructure Debt geht es um Kreditfinanzierungen. In welcher Verpackung bzw. Form, d. h. als Inhaber- oder Namensschuldverschreibung, ist eher zweitrangig. Das Spektrum der Investitionen reicht von PPP, z. B. Schulen, Krankenhäuser und Kindergärten, bis hin zu volumenabhängigen Projekten, bei denen die Verzinsung abhängig von der Nutzung ist. Die Kreditfinanzierungen werden zusammen mit einem Sponsor abgeschlossen, der in der Regel auch der Eigenkapitalgeber ist. Oft wird als Hülle für das Fremdkapital eine Namensschuldverschreibung gewählt. Dieses Format ist für institutionelle Anleger der Versicherungswirtschaft und ähnlich ausgerichtete Anleger gut investierbar. Allerdings sind diese Schuldverschreibungen nicht mit „normalen“ gleichzusetzen, denn das zugehörige Vertragswerk umfasst mehrere hundert Seiten. Eine Namensschuldverschreibung hat für Anleger den Vorteil, dass sie ideal in die bekannte Welt des Anlegens nach dem Versicherungsaufsichtsgesetz, Sicherungsvermögen, Anlageverordnung und Bildung von Stillen Reserven hineinpasst. Sie ist daher perfekt kompatibel im Accounting, Risikocontrolling oder auch im aufsichtsrechtlichen Meldewesen dieser Anleger. Diese Kriterien sind wichtige, relevante Hygienefaktoren und meistens Voraussetzung für eine ordnungsgemäße und regelkonforme Kapitalanlage dieser Investoren.

Passgenaues Rendite-Risiko-Profil

Investments in Infrastrukturkrediten erfolgen entsprechend Kundenwunsch in der Praxis zu 75 bis 80 Prozent im Investment-Grade-Bereich. Viele institutionelle Investoren, Personenversicherungen, Leben oder Kranken, sowie Pensionskassen, Versorgungswerke und ähnlich ausgerichtete Anleger streben dabei in der Regel eine Duration von länger als zehn Jahren an und benötigen besicherte Anlagen mit einer hohen Prognosegüte hinsichtlich des Cashflows. Insbesondere finden diese Kriterien auf Lebensversicherungen Anwendung. Einige dieser Anleger investieren auch unterhalb von Investment Grade, da es hier unter Rendite-Risiko-Überlegungen gute Opportunitäten gibt. Alle Kredite werden sehr genau auf ihre nachhaltige Werthaltigkeit geprüft und während der gesamten Laufzeit eng überwacht. Im Fokus der Due Diligence aber auch der laufenden

Infrastructure Debt: Stabilitätsanker im volatilen Umfeld

Überwachung stehen die langfristige Schuldendienstfähigkeit und ESG-Aspekte. Es gibt in den Kreditverträgen auch Covenants, welche zusammen mit anderen Sicherheiten den Investor schützen, sofern sich Dinge nicht wie gewünscht entwickeln. Die Überwachung ist sehr wichtig, um frühzeitig das Gespräch mit dem Kreditnehmer zu suchen, so dass ein Bruch der Covenants vermieden wird.

Zugangswege in die Anlageklasse

Investoren wenden sich am besten an Asset Manager mit einem starken Marktzugang, einer hervorragenden Risikoexpertise, einem sehr guten Track Record, insbesondere aber auch Lieferfähigkeit, also die Fähigkeit, Commitments zügig am Markt zu platzieren. Eine mindestens zehnjährige Erfahrung mit der Assetklasse Infrastrukturkredite ist notwendig sowie ein gut sortiertes Bestandsportfolio, das als Ausweis gilt, in unterschiedlichen Jurisdiktionen auch schwierigere Situationen zu Gunsten des Anlegers auflösen zu können. Nur dann ist ein guter Zugang zu einer großen Investitionspipeline gewährleistet, um Gelder schnell ins Geldverdienen zu bringen.

Auswirkungen einer Zinswende und Inflation

Eine der drängendsten Fragen derzeit ist, ob sich bei höheren Renditen sicherer Staatsanleihen Engagements in Illiquid Debt noch lohnen oder ob hier bereits eine Rückbesinnung einsetzen sollte. Das ist keine Frage, die sich pauschal beantworten lässt, weil es auf Anlageziele und das bestehende Portfolio ankommt. Grundsätzlich folgen bei steigenden Renditen von sicheren Staatsanleihen die Renditen von Illiquid Debt nicht 1:1, sondern die Risikoprämien laufen leicht zusammen. Trotzdem gibt es immer noch einen attraktiven Renditeaufschlag und aufgrund der breiteren Risikodiversifizierung bietet die Assetklasse Illiquid Debt weitere Vorteile. Viele institutionelle Anleger sind auch noch unterinvestiert und suchen weiter Illiquid Debt. Deswegen kann bei der Mehrzahl der Anleger davon ausgegangen werden, dass noch viel Luft für Investments vorhanden sein dürfte.

Auch müssen die Geschäftsmodelle mit Blick auf ihre Resilienz bezüglich der Inflation analysiert werden – vor einem möglichen Investment. Zum Teil gibt es feste Preisanpassungsklauseln, es lassen sich auch vertragliche Vorkehrungen treffen. Für den Kreditgeber hat am Ende die Auswirkung der Inflation auf die Ausfallwahrscheinlichkeit erste Priorität. Die Analyse der Bonität muss zwingend Zins- und Inflationsrisiken beinhalten. Wichtig ist dabei: Den Inflationsschutz gibt es nicht automatisch, der Kreditgeber muss ihn analysieren, ggf. weiterführende Lösungen vorschlagen und ihn aushandeln können.

Seit Jahren ist eine aus anderen Märkten bekannte Entwicklung zu beobachten, dass neu hinzukommende Investoren in einfachen

Segmenten unterwegs sind, während erfahrene Asset Manager sich den anspruchsvolleren Abschnitten zuwenden. Routinierte Manager mit hohem Anlagevolumen bieten den Vorteil, dass sie die Strukturierung der Kredite und eine maßgeschneiderte Stückelung und Verpackung für ihre Kunden selbst übernehmen, und nicht auf Dienstleister angewiesen sind. Darüber hinaus können sie aufgrund Größe und Vielzahl angestammter Mandanten auch große Volumina abnehmen und platzieren. Das macht diese Manager für viele Kreditnehmer zum attraktiven Partner, die Komplexität in der Wertschöpfung ist möglichst überschaubar, der Prozess effizient und kostengünstig strukturiert.

Fazit

Institutionelle Anleger und ihre Manager stellen sich gerne ihrer Verantwortung, nachhaltige Zukunftsprojekte zu finanzieren, die obendrein einen Beitrag zum Klimaschutz leisten. Sie schaffen für die Gesellschaft eine intakte und zukunftsfähige Infrastruktur. Die Chancen dieser Investitionen sind unter finanziellen und wirtschaftlichen Gesichtspunkten immens. Um sie zu nutzen, ist eine profunde Expertise aller wertbeeinflussender Faktoren einschließlich Zins- und Inflationsentwicklung sowie einschlägiger ESG-Kriterien jedoch unumgänglich – und zwar nicht nur vor, sondern auch während eines Investments.

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

E-Mail: hrosipal@meag.com

Infrastructure Debt: Stabilitätsanker im volatilen Umfeld

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 07/2022, soweit nicht anders angegeben.

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