





Private Markets – It's all about Debt

Beim **dpn-Roundtable „Private Markets“** diskutierten **Dr. Kaja Bader**, Head of Fund Management Real Assets bei Helaba Invest, **Sandra Rother**, Head of Infrastructure Debt Asset Management bei der MEAG, **Jens Schneider**, Leiter Portfoliomanagement bei HanseMercur Trust, **Alexander Lehn**, Senior Sales Manager bei BNP Paribas, **Mario Oppmann**, Geschäftsführer der HUK-Coburg Asset Management, und **Sebastian Stehling**, Head of Investments bei der Deutschen Betriebsrenten Holding, über aktuelle und künftige Chancen in den Private Markets. Moderiert haben **Dr. Guido Birkner** und **Patrick Daum**.

SPONSOREN



Helaba *Invest*

MEAG

A Munich Re company



„Derzeit sehen wir im Bereich Private Debt unglaublich gute Renditen von 10 bis 13 Prozent in Euro, und das als Senior Secured.“

Wie definieren und spielen Sie das Thema Private Assets?

Sandra Rother: Ich leite bei der MEAG das Asset Management im Bereich Infrastructure Debt, kümmere mich um alle unsere Bestände und achte mit meinem Team darauf, dass sich das Risiko-Rendite-Profil im Rahmen unserer Erwartungen entwickelt. Zu den Private Assets zählen bei uns Private Equity, Real Estate, Infrastructure Equity und Debt, Forst sowie Agrar.

Jens Schneider: Ich bin Leiter Portfoliomanagement bei HanseMerkur Trust AG, dem Asset Manager der HanseMerkur Versicherungsgruppe, und verantworte die Kapitalanlage für die HanseMerkur Gruppe. Darunter fallen dann auch die Alternatives. Wir sind somit Dienstleister für alle Kapitalanlagen der HanseMerkur Versicherungsgruppe – abgesehen von den Immobilien (Equity und Debt), diese werden von der HanseMerkur Grundvermögen AG betreut.

Alexander Lehn: Ich verantworte die Geschäftsentwicklung im Bereich Securities Services bei BNP Paribas. Securities Services gehört zu den führenden Global Custodians und erbringt Asset-Servicing-

Dienstleistungen im gesamten Investment-Prozess in allen Asset-Klassen. Im Zentrum steht die Verwahrstelle – Spezialfondsanlagen von großen institutionellen Anlegern. Versicherungen, Pensionsfonds, Versorgungswerke stehen bei uns ganz besonders im Fokus. Wir sehen seit einigen Jahren verstärkt Investitionen in Private-Equity-Dachfonds, Private Debt, Infrastructure Equity und Debt sowie Real Estate Equity und Debt.

Mario Oppmann: Ich bin Geschäftsführer der HUK-Coburg Asset Management, dem Vermögensverwalter des HUK-Konzerns und weiterer Drittkunden und zuständig für das Portfoliomanagement. Die Private Markets haben wir aufgeteilt: auf der einen Seite Private und Infrastructure Equity, auf der anderen Seite Private Debt, Infrastructure Debt mit den Subsegmenten Infrastructure, Real Estate und Corporate Debt. Bei Private Debt managen wir die Kapitalstruktur vom Senior- bis Juniorbereich komplett eigenständig. Wenn es in der Kapitalstruktur Richtung Mezzanine-Finanzierung geht, dann arbeiten wir mit externen Managern zusammen.

Sebastian Stehling: Ich bin Leiter Kapitalanlagen bei der Deutschen Betriebsrenten



JENS SCHNEIDER LEITER PORTFOLIOMANAGEMENT, HANSEMERKUR TRUST

Neben der Asset-Klasse Private Debt hält Jens Schneider Spezialthemen wie Special Lending oder Special Opportunities für spannend und sieht auch im Real-Estate-Neugeschäft gute Chancen. Private Equity würde er derzeit nicht übergewichten. Als Anreiz für eine gute Aufbereitung der ESG-Daten durch Kreditnehmer kann sich Schneider Rabatte durch die Private-Debt-Manager als Belohnung vorstellen.

Holding (DBR). Wir sind ein Pension-Run-off-Anbieter und übernehmen Pensionsverbindlichkeiten deutscher Gesellschaften und damit einhergehendes Planvermögen. Daher sind für uns auf der Kapitalanlage-Seite bei Private Markets die Segmente Private Equity und Private Debt von Relevanz. Im Bereich Private Debt investieren wir überwiegend in Corporate Direct Lending. Bei Private Equity zählt neben dem Corporate-Segment auch Infrastruktur.

Kaja Bader: Ich leite das Fondsmanagement für Real Assets bei der Helaba Invest. Wir sind eine klassische KVG, allerdings nur für institutionelles Geschäft. Wir decken fast den kompletten Bereich Private Debt ab, außer Schiffs- und Flugzeugfinanzierungen. Sowohl im Debt- als auch im Equity-Bereich sind wir aktiv in Real Estate und Infrastructure. Hinzu kommen Private Equity, Corporate Debt und Timber.

Die Inflation ist weiterhin hoch, es gab im Jahresverlauf mehrere Zinserhöhungen, hinzu kommen Klimawandel und geopolitische Krisen. Was bedeutet diese Gemengelage für Private Markets?

Alexander Lehn: Die Einflüsse all dieser Faktoren spiegeln sich im Vergleich zu den

traditionellen Asset-Klassen erst mit einer zeitlichen Verzögerung in den Private Markets wider. Die Inflation und das gestiegene Zinsniveau werden zu Kreditausfällen führen. Dennoch ist die Attraktivität der Debt-Asset-Klassen innerhalb der Private Markets gestiegen. Denn gerade in Phasen von makroökonomischer Unsicherheit suchen institutionelle Investoren regelmäßige Zahlungsströme. Die Asset-Klassen auf der Equity-Seite, die von Wertzuwächsen abhängen, werden mit dem gestiegenen Zins deutlich stärker diskontiert und haben relativ an Attraktivität verloren. Infrastrukturinvestitionen sind von dieser gesamten Entwicklung nicht komplett abgekoppelt, sind in diesem Umfeld aber besonders resilient, unter anderem wegen der langfristigen Finanzierungen.

Jens Schneider: Private-Debt-Portfolios haben sich trotz Corona, Ukraine-Krieg und Zinsanstieg extrem robust gezeigt. Natürlich kann es auch hier zu Ausfällen kommen, aber die werden durch gestiegene Erträge sehr gut kompensiert. Zudem sinkt dank der variablen Verzinsung die Bewertung der Assets nicht, wenn die Zinsen weiter steigen würden. Denn steigende Zinsen haben im letzten Jahr bei bestimmten Investorengruppen sogar zu



„In Infrastructure Debt investieren wir nicht, es passt nicht zu unserem Liability-Profil. Wir positionieren uns aktuell am vorderen Ende der Zinskurve und wollen diese Durationsrisiken nicht eingehen.“

regulatorischen Problemen und einem Mismatch in der Bilanz geführt: Da sind die Real Assets konstant geblieben, die liquiden Assets aber gesunken. Insgesamt kann man aktuell im Bereich Senior Debt mehr als 10 Prozent erwirtschaften und das ist phänomenal. Real Estate Debt hat hingegen derzeit eine weitaus schwierigere Phase im Bestandsgeschäft, ist für das Neugeschäft aber hochinteressant.

Mario Oppmann: Ich halte Neuinvestments in den Private-Debt-Subsegmenten derzeit für deutlich interessanter als Investments auf der Equity-Seite. Private Debt ist aktuell genau dort platziert, wo man als Investor sein möchte: ein geringes Risiko durch Vorrangigkeit in der Kapitalstruktur und gute Erträge. Infrastructure und Private Equity sind auch spannend, aber die Marktwerte haben trotz des Zinsanstiegs noch nicht nachgegeben. Eigentlich müssten die Werte aufgrund zinssensitiver Bewertungsmodelle sinken. Das dürfte noch bevorstehen. Unter Stress stehen derzeit insbesondere Bestandsfinanzierungen von Immobilienprojektentwicklungen. Bei Kreditneu-Investments kann man aber, wenn man die richtigen Asset Manager als Partner hat, durchaus gute bis sehr gute Renditen mit überschaubarem Risiko erzielen.

Sebastian Stehling: Wir befinden uns in einem Regime-Shift. Damit verändert sich auch das Kapitalanlageumfeld. Es wird noch etwas dauern, bis die hohen Zinsen bei den Unternehmen angekommen sind. Die Zinsanpassungs-



SEBASTIAN STEHLING
HEAD OF INVESTMENTS, DEUTSCHE
BETRIEBSRENTEN HOLDING

Private Debt spielt für Sebastian Stehling aus Risikogesichtspunkten eine wichtige Rolle. Da Zinsanstieg und verringerte M&A-Aktivitäten aber auch diese Asset-Klasse betreffen, setzt er vor allem auf Segmente, in denen eine Besicherung der Vermögensanlagen möglich ist. Den Equity-Bereich hat er entsprechend untergewichtet.

mechanismen treffen auch das Private-Equity-Segment, was an der verringerten M&A-Aktivität sichtbar wird. Das dürfte sich entsprechend auf Private Debt auswirken und dort besonders den Teil treffen, der auf Unternehmensfinanzierung mit Cashflow-basierten Lending-Strategien fokussiert ist. Wir positionieren uns daher in Segmenten, in denen eine gewisse Besicherung von Vermögensanlagen möglich ist.

Kaja Bader: Ich halte Private Debt ebenfalls für sehr attraktiv. Es bietet eine im Vergleich zu den eingegangenen Risiken attraktive Rendite, die durch Cashflows dominiert ist und nicht durch spekulative Wertentwicklungskomponenten. Sowohl was Corporate, Infrastructure als auch Real Estate Debt angeht, sind die Märkte sehr attraktiv. Bei Real Estate Debt sollten Investoren aber darauf achten, dass ein Manager ausgewählt wird, der kompetent im Work-out ist, wenn es zu einem Problemfall kommen sollte. Wenn bei der Kreditvergabe zu großzügig operiert wurde, kann einem das jetzt auf die Füße fallen. Wir sind auch der Ansicht, dass der Markt die gestiegenen Zinsen im Equity-Bereich noch nicht komplett eingepreist hat. Bei Private Equity, Infrastructure und Real Estate Equity ist das Transaktionsvolumen auch deshalb sehr gering, weil die Verkäufer ihre Sachwerte noch zu sehr hohen Werten auf der Bilanz haben und nicht bereit sind, zu verkaufen. Auch das nächste Jahr dürfte noch dafür benötigt werden, um dieses Preisniveau gemeinsam in der Branche und in den Bilanzen zu verarbeiten.

Sandra Rother: Der Kapitalbedarf für Infrastructure Debt wird steigen. Unsere Transaktionspipeline für 2024 ist voll, die erwartbaren Renditen sind attraktiv. Wir befinden uns aktuell in einer sehr spannenden Zeit mit vielen Herausforderungen. Es ist wichtig, diszipliniert den Investment-Prozess anzuwenden und genau auf risikoadäquate Renditen zu achten. In einer heterogenen Asset-Klasse wie Infrastructure Debt ist dies immens wichtig. Der Infrastrukturbereich umfasst erneuerbare Energien bis hin zu Themen wie Social Housing. Diese Unterschiede verlangen ein auf das jeweilige Asset abgestimmtes Management, die dafür relevanten Daten haben wir im Griff. Dafür ist Disziplin im Investment- und Asset-Management-Prozess nötig. So meistern wir auch die Herausforderungen am Markt.

Wie sieht Ihre Asset Allocation im Bereich Private Markets aus?

Sebastian Stehling: Wir sind als Pension-Run-off-Plattform grundsätzlich ein Anlegertyp, für den der laufende Ertrag eine große Rolle spielt. Deshalb ist das für uns in der Abwägung der Risikoprämien eine Komponente. Bei Debt erhalten wir eine für uns aus Risikogesichtspunkten rele-

ALEXANDER LEHN
SENIOR SALES MANAGER,
BNP PARIBAS

Verstärkte Investitionen in den Private Markets erkennt Alexander Lehn schon seit einigen Jahren. Über welche Vehikel die Anleger investieren, hängt für ihn von der Investitionsphase ab. Bei Private und Infrastructure Debt sieht er starkes Aufholpotential.



vante Besicherung bei der Finanzierung, wobei Covenant light für uns keine Option darstellt. Entsprechend gewichten wir das Debt-Segment in der Allokation stärker als das Equity-Segment. Im Equity-Bereich sind für uns Infrastruktur und Corporate Private Equity relevant. In Infrastructure Debt investieren wir dagegen nicht, es passt nicht zu unserem Liability-Profil. Wir positionieren uns aktuell am vorderen Ende der Zinskurve und wollen diese Durationsrisiken nicht eingehen.

Mario Oppmann: Für unsere Kunden aus dem Lebens- und Krankenversicherungsbereich sind laufende Erträge wichtig. Für die Sachversicherer sind die Anlagestrategien stärker IRR-getrieben. Entsprechend sind diese vergleichsweise stärker in Private und Infrastructure Equity investiert. Dafür hat Private Debt bei den Lebens- und Krankenversicherern ein höheres Gewicht.

Jens Schneider: Derzeit sehen wir im Bereich Private Debt unglaublich gute Renditen von 10 bis 13 Prozent in Euro, und das als Senior Secured. Was wir au-

ßerdem noch sehr interessant finden, sind Spezialthemen wie Specialty Lending und Special Opportunities. Gerade jetzt, wo Stress in den Märkten ist, erhält man mit der Restrukturierung von Krediten sogar noch höhere Returns. So etwas bevorzugen wir aktuell gegenüber Private Equity. Denn bei Private Equity ist der Stress noch nicht richtig angekommen. Natürlich ist es hier auch sinnvoll, kontinuierlich dabei zu sein und sich so ein über die Zeit diversifiziertes Vintage-Portfolio aufzubauen, wir würden es aber derzeit nicht übergewichten. Private Debt hingegen definitiv schon.

Kaja Bader: Sparkassen oder Versorgungswerke sind anders reguliert als Versicherungen oder Pensionskassen. Während Versicherungen problemlos und von der Regulatorik unterstützt in die langlaufenden Asset-Klassen mit stabilen Erträgen investieren können, ist es für Sparkassen schwierig, überhaupt eine geeignete Bilanztasche zu finden. Hinzu kommen unterschiedliche Regelungen in den Bundesländern, wie mit Alternative Investments umgegangen werden kann.



Sparkassen würden gerne viel mehr in diesen Cashflow-starken Produkten machen, sind aber regulatorisch gebunden. Versorgungswerke haben in der Niedrigzinsphase ihre relevanten Quoten – Immobilien- und Beteiligungsquote – massiv ausgebaut und würden jetzt gern auch weiter investieren. Durch die bisher erfolgte Auslastung der Quoten sind sie aber nicht mehr komplett handlungsfähig und können die Chancen, die sich aktuell ergeben, nicht mehr so stark nutzen wie gewünscht.

Die Anzahl von M&A-Transaktionen ist in diesem Jahr stark zurückgegangen. Bewerten Sie diese Entwicklung vor dem Hintergrund, dass 2022 ein Rekordjahr war, eher als Einbruch negativer Art oder lediglich als Normalisierung des Marktes? Und wie blicken Sie nach vorn?

Mario Oppmann: Ich sehe die Entwicklung nicht als Normalisierung. Man muss sich nur die Rahmenbedingungen anschauen: Egal ob Zins- oder Konjunkturentwicklung – es ist viel Unsicherheit im Markt. In diesem Umfeld finden größtenteils M&A-Transaktionen in sicheren Branchen statt,

in denen Unternehmen fast Monopolstellungen haben. Beinahe jedes Jahr kommt ein neuer schwarzer Schwan um die Ecke. Jetzt haben wir den Krieg im Nahen Osten. Welche Auswirkungen hat das perspektivisch auf den Ölpreis? Es gibt so viele Unwägbarkeiten, dass ich davon ausgehe, dass die M&A-Deals weiter zurückgehen. Einen Einbruch erwarte ich nicht unbedingt, aber einen Rückgang.

Sebastian Stehling: Da schließe ich mich an. Es ist ein sichtbarer Rückgang, der sich auch im nächsten Jahr fortsetzen wird. Wir hatten zehn Zinssteigerungen in 14 Monaten. Das muss im System erst einmal ankommen und bei den Refinanzierungen durchschlagen. Das wird sicherlich noch bis 2025 hinein andauern. Wir glauben zudem nicht daran, dass die Inflation auf ein Niveau von 2 Prozent zurückkommt, sondern dass sie vielmehr im Bereich um 3 Prozent verharren wird und entsprechend auch der Zins kurz- und mittelfristig nicht sinken wird. Wenn sich das so bewahrheiten sollte, dann hat es auch einen Einfluss auf Corporate Private Equity.

„Die Inflation und das gestiegene Zinsniveau werden zu Ausfällen führen. Dennoch ist die Attraktivität der Debt-Asset-Klassen innerhalb der Private Markets gestiegen.“



„Bei Real Estate Debt sollten Investoren darauf achten, dass ein Manager ausgewählt wird, der kompetent im Work-out ist, wenn es zu einem Problemfall kommen sollte.“

Alexander Lehn: Hohe Zinsen, gestiegene Personalkosten, die Inflation drücken auf den Umsatz. All das führt dazu, dass das EBITDA von Unternehmen sinkt. Hinzu kommt eine Transaktionspipeline, die sich auf einem sehr niedrigen Niveau bewegt. Wenn der Verkauf eines Portfoliounternehmens bei dem aktuellen Zinsniveau später stattfindet, dann wird der Verkaufserlös stärker diskontiert. Auch das drückt weiter auf die Renditeerwartungen im Private-Equity-Bereich. Da stellt sich bei vielen Anlegern die Frage, ob sie ihre Commitments auf der Equity-Seite weiter ausbauen wollen oder ob Private Debt nicht attraktiver ist – auch angesichts all der Argumente, die bereits für die Asset-Klasse genannt wurden.

Jens Schneider: Wir sehen im Rückgang der Transaktionen sowohl eine Normalisierung als auch einen Einbruch. Eine Normalisierung deswegen, weil M&A-Transaktionen aufgrund des extrem niedrigen Zinses sehr attraktiv waren. Das ist jetzt nicht mehr so. Einen temporären Einbruch dagegen, weil

der starke Zinsanstieg zu einem deutlichen Schock an den Renten- und Aktienmärkten geführt hat, was sich dann wiederum deutlich negativ auf den M&A-Markt ausgewirkt hat. Denn es ist zu beobachten, dass zwischen Verkäufern und Aufkäufern eine starke Zurückhaltung herrscht. Das hingegen sollte sich erst wieder ändern, wenn sich die Finanzierungsbedingungen verbessern.

Wie wichtig ist die Auswahl der richtigen Branchen?

Jens Schneider: Wir haben die Branchen unseres Fund-of-Funds im Bereich Private Debt mit den Branchen eines durchschnittlichen liquiden Index verglichen. Da gab es in der Branchenzusammensetzung gravierende Unterschiede. Von Vorteil sind hier immer sehr Cashflow-starke Unternehmen, wie zum Beispiel Software- oder Health-care-Unternehmen, die auch in einer tiefen Rezession höchstwahrscheinlich weiterhin bestehen werden. Denn bei den Software-Lizenzen oder der Gesundheit wird in der Regel erst ganz zum Schluss gespart. Ist man hingegen, wie zumeist bei den liquiden Indizes, stark in den Branchen Öl und Gas oder anderen zyklischen Branchen investiert, dann steigen natürlich auch die Kursvolatilität und Ausfallwahrscheinlichkeiten in der Rezession deutlich stärker an als in unserem Private Debt Fund-of-Fund.

Mario Oppmann: Es ist von Vorteil, wenn Branchen wenig Capex-Aufwand haben, also wenig Kapital in Maschinen oder Gebäuden gebunden ist. Dann können Unternehmen schneller reagieren und sich auf der Kostenseite anpassen. In der IT- oder der Pharmabranche ist das zum Beispiel der Fall. Natürlich gibt es für die Capex-intensiven Branchen auch spezialisierte Private-Equity-Manager. Aber wenn man sich in einer Rezessionsphase kostenseitig anpassen kann, kommt man insgesamt besser durch. Insbesondere für den Portfolioaufbau sollte man auf Branchen setzen, die weniger kapitalintensiv sind. Auch wenn man anfangs in die stabileren Branchen investiert, heißt das nicht, dass die Renditen geringer sind.

Kaja Bader: Wir stellen insgesamt auf Branchen ab, die nicht zyklisch sind. Und da sind wir dann natürlich auch bei Healthcare oder Software-orientierten Branchen.

Sebastian Stehling: Mit Blick auf die Sektoren sind wir eher agnostisch. Wichtig ist für uns, wo wir uns auf der Kapitalstrukturseite positionieren. Der Manager, mit dem wir im Austausch stehen, sollte die notwendige Expertise haben, um diese Sektorenentscheidungen zu treffen.

Braucht man dann nicht noch mehr Spezialisten, um eine Branche zu durchschauen?

Sandra Rother: Je heterogener der Markt, desto wichtiger sind Erfahrung und Kompetenz, besonders im illiquiden Bereich. Dafür braucht ein Asset Manager die personelle Power, sowohl im Frontoffice als auch auf der Risikomanagementseite, um mit hinreichend hoher Sicherheit die risikoadjustierten Returns abschätzen und managen zu können. Ich kann mir zwar Studien oder vergangenheitsbezogene Daten anschauen, doch ein tiefes Know-how von Branchen und den relevanten Märkten ist unabdingbar, um belastbare Aussagen über Trends zu treffen, ob sich diese abschwächen, verfestigen oder gar verstärken. Im illiquiden Bereich reichen faktorbasierte Betrachtungen nicht aus.

Sebastian Stehling: Die Anforderungen an Assets, die Auswahl von Dienstleistern und Partnern werden auf jeden Fall steigen. Man muss Zeit für die Due Diligence auf diesen einzelnen Ebenen aufwenden. Wir selbst investieren ausschließlich indirekt in Private Equity und Private Debt. Wir möchten natürlich auch möglichst schnell Diversifikation erhalten.

Jens Schneider: Man muss die Historie der Manager, in die investiert werden soll, natürlich genau analysieren. Gemessen an der stetigen Performance kann man den Selektions- und Analyseansatz des Managementteams bewerten. Hier gibt es exzellente, bei denen man aber erst einmal reinkommen muss. Und es gibt die, die eher unterdurchschnittlich sind. Wenn man also die historisch guten Manager auswählt und so versucht, die unterdurchschnittlichen zu vermeiden, sollte man einen deutlichen Performance-Schub gegenüber dem gesamten Markt erhalten. Im Private-Equity-Bereich ist über die Manager eine sehr gute Datenbasis vorhanden. Im Private Debt hingegen wird diese gerade erst aufgebaut. Beim Risikomanagement sind wir auf Diversifikation anstatt auf Konzentration fokussiert. Das gilt auch für das Portfolio unseres Dachfonds. Das ist besonders für kleinere Investoren sinnvoll. Denn das Einzige, was es im Risikomanagement umsonst gibt, ist Diversifikation.



DR. KAJA BADER
HEAD OF FUND MANAGEMENT
REAL ASSETS, HELABA INVEST

Dr. Kaja Bader bemängelt die fehlende regulatorische Sicherheit in Bezug auf nachhaltige Investments. Zudem wünscht sie sich eine stärkere Automatisierung bei der Lieferung und Konsolidierung von ESG-Daten.



MARIO OPPMANN
GESCHÄFTSFÜHRER,
HUK-COBURG ASSET MANAGEMENT

Mario Oppmann rechnet damit, dass die Marktwerte im Equity-Bereich aufgrund der zinssensitiven Bewertungsmodelle weiter sinken werden. Daher hält er für Neuinvestments die Private-Debt-Subsegmente für interessant. Beim Thema Nachhaltigkeit hat sich die Finanzbranche aus seiner Sicht selbst in die Bredouille gebracht.



Alexander Lehn: Das ist ein wichtiger Punkt, vieles hängt von der Investitionsphase ab. Ein Anleger, der am Anfang steht und ein Exposure von 100 Millionen Euro aufbaut, wird in der Regel ausschließlich in Fund-of-Funds investieren, um eine schnelle Diversifikation zu erhalten. Bis 200 Millionen Euro werden häufig direkt investierende Zielfonds beigemischt. Über 200 Millionen Euro sinkt der Fund-of-Funds-Anteil und Zielfonds werden stärker übergewichtet. Doch gerade Versorgungswerke, die ihre Private-Capital-Fonds auf der Bilanz haben, stehen vor der Herausforderung, die relevanten Kennzahlen aus den Quartalsberichten und Capital Account Statements extrahieren zu müssen. Das sind teilweise 30- bis 50-seitige PDF-Dokumente. Man kann sich den manuellen Aufwand vorstellen, wenn es hierfür keine automatisierte Lösung gibt. Hier können Asset-Servicing- oder Analytics-Anbieter unterstützen und mit Hilfe künstlicher Intelligenz Daten extrahieren und verarbeiten.

Kaja Bader: Wenn man einen Dachfonds für einen großen institutionellen Anleger auflegt, der alle Private-Market-Asset-Klassen

bündelt – Private Equity, Private Debt, Infrastructure Equity und Debt –, dann ist es in der Tat wirklich schwierig, einheitliche Reporting-Standards über all diese Asset-Klassen hinweg für diese verschiedenen Segmente umzusetzen. Diese Uneinheitlichkeit ist ein entscheidender Grund, der viele Investoren von stärkeren Engagements in den Private Markets abhält. Das betrifft unser Haus ebenso. Denn wir brauchen ein allumfassendes quartalsweises Reporting, um unsere Risikoberichte zu füllen, und können nicht nur die langen deskriptiven PDFs verwenden. Wenn wir unsere Quartalsreportings machen, müssen wir zum Teil die PDFs, die nicht standardisiert sind, manuell auswerten und können die Daten nicht automatisiert aus einem Excel-Sheet abgreifen. Ich setze stark darauf, dass es irgendwann auch im Private-Debt-Bereich – außerhalb der bereits datenbezogen schon gut versorgten Asset-Klasse Immobilien – mehr Möglichkeiten gibt, Daten automatisiert zu liefern und zu konsolidieren.

Alexander Lehn: Es gibt von spezialisierten Asset-Servicing-Anbietern interessante Lösungen. Dabei kommen Robotics



„Es wäre ein Fortschritt, wenn die Offenlegungsverordnung und die EU-Taxonomie aufeinander abgestimmt werden.“

zum Einsatz, die sich auf den relevanten Plattformen einloggen, um die entsprechenden Kennzahlen aus den Berichten herauszufiltern. Diese Kennzahlen werden anschließend plausibilisiert und in das Fondsbuchhaltungssystem eingespeist. Auf dieser Basis können umfangreiche Reporting- und Analytics-Lösungen erstellt werden, im Übrigen nicht nur in Bezug auf die Fonds-Performance, sondern auch deutlich darüber hinaus. Besonders für die Überwachung der Kapitalzusagen und Ausschüttungen bzw. das Liquiditätsmanagement werden aktuell sehr stark Lösungen gesucht. Und natürlich ist die Durchschau auf die Portfoliounternehmen sehr spannend: In welcher Branche oder in welchem Land ist mein Exposure? Zu all diesen Fragestellungen gibt es spannende Lösungen.

Nachhaltigkeit ist auch in den Private Markets wichtig. Für viele Investoren ist die unzureichende Datenqualität häufig ein Ärgernis. Wie steht es hier um die Daten?

Jens Schneider: In den Anfangszeiten der Alternatives hat Nachhaltigkeit bei Private Equity und Private Debt kaum eine Rolle

gespielt. Man musste proaktiv auf die Manager zugehen, um Informationen über die Offenlegungsverordnung oder ihre ESG-Kriterien zu erhalten. Mittlerweile merkt man, dass es bei den größeren Asset Managern eigene Stellen für ESG gibt und man sich mit dem Thema dezidiert auseinandersetzt. Aber es ist natürlich auch für die alternativen Manager schwierig, an die Daten der kleineren Unternehmen im Small- und Mid-Market-Segment heranzukommen. Deshalb schaffen erste Private-Debt-Manager für ihre Kreditnehmer Anreize, dass diese für eine gute ESG-Politik belohnt werden. Einige Private-Debt-Manager räumen ihren Kreditnehmern, die ihnen gute ESG-Daten liefern, einen Discount von einigen Basispunkten auf den zu zahlenden Zins ein. Das wiederum ist ein Anreiz für die Kreditnehmer, die Daten besser aufzubereiten und zu liefern. Flächendeckend gibt es das aber noch nicht.

Kaja Bader: Ich nehme die Initiative des Bundesverbands Alternative Investments dahingehend sehr positiv wahr. Er versucht seit zwei Jahren, mit dem European ESG Template (EET) Standards zu setzen. Das sicker nur langsam durch, weil es



„In einer heterogenen Asset-Klasse wie Infrastructure Debt ist es wichtig, diszipliniert den Investment-Prozess anzuwenden und genau auf risikoadäquate Renditen zu achten.“

sehr schwierig ist, die Daten zu ermitteln und zu erfassen. Wir könnten auf dieser Basis das EET einlesen, aggregieren und unseren Investoren ein vernünftiges ESG-Reporting zur Verfügung stellen. Das ist natürlich ein gewisser Kostenaufwand, der lohnt sich aber, weil sich das EET als Standard hoffentlich durchsetzen wird. Kritisch muss man aber anmerken, dass von den etwa 300 Zellen, die das EET hat, oft nur die wenigsten befüllt sind. Da muss man sich generell überlegen, ob man den Grundaufwand betreiben will, wenn man so wenige Daten daraus ziehen kann. Andererseits muss man irgendwann mal damit beginnen.

Sandra Rother: Einen Anfang machen, das ist wichtig, ich kann das für die Asset-Klassen Renewable und Infrastructure Debt bestätigen. Wir sammeln die Daten für das EET bereits ein. Insgesamt ist dies sehr mühselig und kleinteilig. Wir haben auf Basis des EET und des Annex 1 zu den technischen Regulierungsstandards der Offenlegungsverordnung einen Fragebogen erstellt und schreiben einmal im Jahr die Projektgesellschaften an. Wir erklären ihnen das Vorgehen sowie die Wichtigkeit und bitten um Kooperation bei der Da-

tenerhebung, sie sind nämlich meist nicht gesetzlich verpflichtet zu berichten. Dagegen müssen unser Konzern und weitere Kunden nachhaltigkeitsbezogene Daten offenlegen. Unsere bisherige Erfahrung ist eine Antwortquote in Höhe von etwa 75 Prozent. Ein Drittel berichtet CO₂-Werte. Das Ergebnis ist positiv, wir haben aber noch einiges vor uns.

Wie bewerten Sie die Rolle des Regulators in Sachen Nachhaltigkeit? Besteht von dieser Seite aus Verbesserungsbedarf?

Mario Oppmann: Es wäre ein Fortschritt, wenn die Offenlegungs- und die Taxonomieverordnung aufeinander abgestimmt werden. Es stehen zwar grundsätzlich alle Vorgaben in den beiden Verordnungen drin. Wenn man jedoch operativ tätig wird und zu den Umsetzungsdetails kommt, dann ist nicht mehr alles so eindeutig geregelt. Vieles ist Auslegungssache.

Kaja Bader: Es ist traurig, dass es keine regulatorische Sicherheit in dieser Hinsicht gibt. Man versucht als Anbieter, gewisse ESG-Kriterien verbindlich für die Investoren zu erfüllen, und konzipiert Fonds mit bestimmten Qualitätskriterien – zum Bei-



SANDRA ROTHER
HEAD OF INFRASTRUCTURE
DEBT MANAGEMENT, MEAG

Sandra Rother erwartet einen steigenden Kapitalbedarf für Infrastructure Debt. Besonders bei Investments im illiquiden Bereich sei ein tiefgreifendes Know-how von Branchen und relevanten Märkten unabdingbar. Das Einsammeln von ESG-Daten bewertet Rother als sehr mühselig, da die Projektgesellschaften dafür regelmäßig angeschrieben werden müssen.

spiel Artikel 8+. Wenn man sich dann die Mühe gegeben hat, alles über einen längeren Zeitraum zu strukturieren, und nun wird das Regelwerk gegebenenfalls geändert, ist das ärgerlich. Die Rahmenbedingungen sollten verlässlich sein.

Sandra Rother: Für unsere Artikel-8-Investment-Strategien haben wir bewusst ein flexibles Format gewählt. Das Konzept lässt sich an regulatorische Veränderungen anpassen. Wer stärker auf Artikel 9 setzt, muss die Anlagestrategie restriktiver regeln und könnte dadurch exponierter im Hinblick auf künftige regulatorische Veränderungen sein. Eine große Herausforderung bei der Nachhaltigkeitsregulierung und auch der EU-Taxonomie ist, dass sie weniger zielgerichtet auf den Kapitalmarkt konzipiert wirkt. Die Nachhaltigkeitsgesetzgebung wird sich da noch entwickeln. Dies wird auch deutlich anhand der laufenden Konsultation zur Offenlegungsverordnung.

Mario Oppmann: Ehrlicherweise hat die Finanzindustrie sich da selbst in die Bredouille gebracht. Die EU-Gesetzgeber wollten eigentlich, dass Fonds, die mit Nachhaltigkeitsstrategien werben oder einen Nachhaltigkeitsbegriff im Namen stehen haben, in Artikel 6, 8 oder 9 der Offenlegungsverordnung einzuordnen sind. Die Finanzindustrie hat dies aber zum Anlass genommen, die Offenlegungsverordnung als Marketinginstrument zu nutzen und vornherein mit der Erfüllung von Anforderungen gemäß Artikel 8 oder 9 zu werben. So war das zu Beginn vom EU-Gesetzgeber aber nie angedacht. Für uns ist im Private-Market-Bereich wichtig, dass wir unter anderem die Daten aus den Fonds zum CO₂-Fußabdruck oder anderen ökologischen oder sozialen Kennzahlen haben. In der Regel kann ich dann die Anforderungen an Artikel 8 oder 9 bedienen, egal wie die Gesetzgebung künftig aussieht.

Kaja Bader: Wichtig ist, dass es keine Widersprüchlichkeiten durch die EU-Gesetzgebung gibt. Man kann als Branche auch von der EU erwarten, dass die unterschiedlichen Regulatorien ineinandergreifen und auch gut im Tagesgeschäft operationalisierbar sind. Das ist es häufig nicht.

Welche Erwartungen haben Sie für das Jahr 2024 an die Private Markets und wie werden sie sich aus Ihrer Sicht darüber hinaus weiterentwickeln?

Sandra Rother: Ich sehe eine positive Entwicklung für Infrastructure Debt und Renewables und viele spannende Opportunities.

Jens Schneider: Ja, viele spannende Opportunities. Private Debt Senior ist hochinteressant. Der Real-Estate-Debt-Markt ist für Neuinvestments sehr spannend.



GUIDO BIRKNER
CHEFREDAKTEUR DPN



PATRICK DAUM
REDAKTEUR DPN

MODERATOREN

Alexander Lehn: Die Gewichtung in den Portfolios institutioneller Investoren wird sich aus meiner Sicht dahingehend verändern, dass die Debt-Klassen zu den historisch starken Equity-Asset-Klassen aufschließen – besonders in den Bereichen Private Debt und Infrastructure Debt. Im Fokus stehen im nächsten Jahr vorrangig defensive Sektoren, wie Healthcare und Software, aber auch Investitionen in digitale oder soziale Infrastruktur und natürlich alles, was einen Beitrag zur Energiewende und zur Transformation in eine klimaneutrale Wirtschaft leisten kann.

Mario Oppmann: Da es aus unserer Sicht noch zu Abschlüssen in den Bewertungsmodellen von Private-Equity-Fonds kommt, kann man gegen Ende des nächsten Jahres wieder in Zielfonds im Bereich Private Equity investieren. Aufgrund der erwarteten Abschlüsse in den Marktwerten der Private-Equity-Beteiligungen sollte man Geld im Markt haben, damit Manager investieren können. Auch für Neuinvestments in Real Estate Equity könnte 2024 ein gutes Jahr werden.

Wenn man freie Mittel hat, kann man sich den einen oder anderen Deal anschauen. 2025 werden wieder alle dabei sein.

Sebastian Stehling: Es findet derzeit ein Repricing in den Private Markets statt. Das ist gut für die Private Markets insgesamt als Anlagesegment. Für Investoren gibt es in der Bandbreite und der Tiefe des Marktes ausreichend Opportunitäten. Da kann man sich gut positionieren.

Kaja Bader: Insbesondere im Vergleich zur risikolosen Anlage halte ich Infrastructure, Private Equity und Corporate Debt für chancenreich. Real Estate Equity und Debt dürften dann ab 2025 wieder laufen. Denn die Immobilien-Kerninvestoren, die schon seit Jahrzehnten im Markt sind und sich zuletzt zurückgehalten haben, werden dank ihrer dauerhaften Zuflüsse wieder in die Investitionen einsteigen. Und die Investoren, die noch trockenes Pulver haben, können zu sehr guten Kursen zukaufen. Aber natürlich erst nach erfolgter Korrektur an den Märkten und in den Portfolios. ●

Summary



KEY FACTS

- Die Asset-Klasse Private Debt hat den Schritt aus der Nische heraus geschafft und spielt in der institutionellen Kapitalanlage eine wichtige Rolle.
- Im Vergleich zu Private Equity wird Private Debt angesichts des besseren Chance-Risiko-profils immer attraktiver. Unter der auch weiterhin sinkenden Zahl von M&A-Transaktionen leidet das Equity-Segment deutlich stärker.
- Im Bereich Nachhaltigkeit gibt es noch viel zu tun: Die Aufbereitung von Daten muss stärker automatisiert werden, um die Umsetzung regulatorischer Vorgaben zu erleichtern. Zudem sollte der Regulator seine Anforderungen besser aufeinander abstimmen.

Private Debt gehört derzeit zum angesagtesten Segment der Private Markets, darin sind sich die Roundtable-Teilnehmer einig. **Mario Oppmann** hält Neuinvestments in den Private-Debt-Subsegmenten für deutlich attraktiver als Investments auf der Equity-Seite. Denn Private Debt bietet aktuell genau das, worauf es einem Investor ankommt: ein geringes Risiko durch Vorrangigkeit in der Kapitalstruktur und gute Erträge. **Jens Schneider** hält gerade im Neugeschäft Real Estate Debt für hochinteressant, während sich das Bestandsgeschäft bei Immobilien in einer äußerst schwierigen Lage befindet. Für **Sebastian Stehling** spielen laufende Erträge eine große Rolle, weshalb er das Debt-Segment auch aus Risikogesichtspunkten höher gewichtet. In die Private Markets investiert er ausschließlich indirekt. Angesichts der verringerten M&A-Aktivitäten positioniert er sich am liebsten in Segmenten, in denen eine gewisse Besicherung von Vermögensanlagen möglich ist. Ein großes Ärgernis stellen im Bereich der Private Markets die uneinheitlichen Reporting-Standards dar.

Für **Kaja Bader** ist dies ein entscheidender Grund, der Investoren – aber auch ihr eigenes Haus – von stärkeren Engagements abhalte. Sie beklagt den hohen Aufwand, der besonders im Private-Debt-Bereich mit der manuellen Auswertung für die notwendigen Quartalsreportings einhergeht, und setzt stark darauf, dass es künftig automatisierte Methoden geben wird. Interessante Lösungen von spezialisierten Asset-Servicing-Anbietern gebe es bereits, erläutert **Alexander Lehn**. Robotics loggen sich auf den relevanten Plattformen ein und filtern die entsprechenden Kennzahlen zu den Berichten heraus. Diese würden anschließend plausibilisiert und in das Fondsbuchhaltungssystem eingespeist. Flexibilität und Hartnäckigkeit sind für **Sandra Rother** im Bereich Nachhaltigkeit wichtig. Dann könne auch auf neue Regulierungen reagiert werden. Sie fordert mehr Abstimmung der Nachhaltigkeitsregulierung auf die Anforderungen des Kapitalmarktes. Die größten Chancen innerhalb der Private Markets sieht sie bei Infrastructure Debt sowie Renewables. ●