

# ST TA TE M E N T

*Die Weiten  
des alternativen  
Universums*



**Philipp Bunnenberg**

*Leiter Alternative Markets, BAI e.V.*

## Das Prinzip Verantwortung

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

Nun zu den guten Nachrichten: PV, Windenergie, negative Emissionstechnologien, die aktiv CO<sub>2</sub> aus der Atmosphäre holen – Technologielösungen, die zum Teil längst erprobt sind und die auch auf der diesjährigen AIC diskutiert wurden. Die AIC hat verdeutlicht: Sowohl Produktanbieter als auch Investoren stehen bereit und gehen mit Verantwortung voran, die Energie- und Verkehrswende, die Treibhausgasreduzierung des Gebäudesektors, die Umrüstung hiesiger Unternehmen zu finanzieren. Infrastruktur als sich dynamisch entwickelnde Anlageklasse hat sich als Stabilitätsanker in den Portfolios deutscher institutioneller Investoren etabliert. Gemäß aktuellem BAI Investor Survey sind deutsche Investoren im Durchschnitt bereits mit 2,8 Prozent (ein Prozent) in Infrastruktur Equity (Debt) allokiert und wollen diese Quote auf 3,7 Prozent (1,2 Prozent) ausbauen.

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



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

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

# Warum Investments in regenerative Landwirtschaft profitabel und sinnvoll sind

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

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

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

## Was bietet regenerative Landwirtschaft?

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

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

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

## Was bedeutet das für Investoren?

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

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

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

## Chancen

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

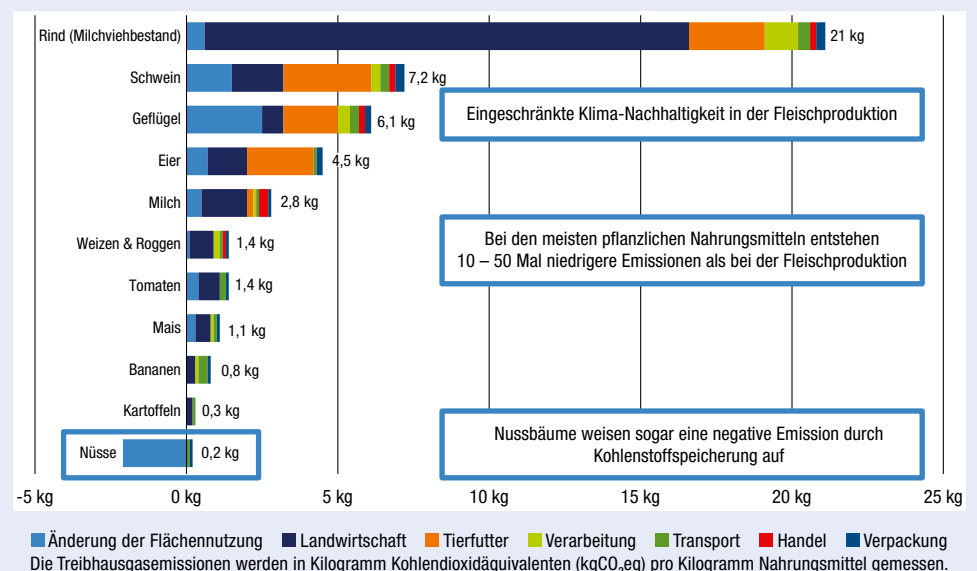
(Insetting) sind eine Kernkompetenz des Anlageberaters und eine Möglichkeit, einen Rendite-Booster aus der klimafreundlichen Landwirtschaft zu erwirtschaften.

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

## Risiken

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

## Treibhausgasemissionen in der Nahrungsmittelproduktion entlang der Lieferkette



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

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



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

## Mit Agrarinvestments die Biodiversität beackern

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

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

**Wie wird Biodiversität gemessen?**

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

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

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

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

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

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

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

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

**Welche Renditen sind möglich?**

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

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

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



**Patrick Eisele**  
Chefredakteur  
portfolio institutionell

## A wie Alternatives

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

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

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

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

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

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

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

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

### **Expertise und ordentlicher Ertrag**

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

### **In den Startlöchern: Private Debt**

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

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

### **Regulatorischer Hürdenlauf**

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

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

## CRR2 und der Leverage

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

## **Die Weiten des alternativen Universums**

wird Ihnen überreicht durch portfolio institutionell mit freundlicher Unterstützung von:



### **BayernInvest**

#### **Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH**

Karlstraße 35

D-80333 München

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

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

relationship-management@bayerninvest.de

bayerninvest.de

---

#### **Herausgeber:**

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

#### **Kontakt:**

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

#### **Druck:**

Silber Druck oHG  
Otto-Hahn-Straße 25  
34253 Lohfelden

#### **Autoren:**

Philipp Bunnenberg, Patrick Eisele, Oliver Hanke,  
Wiebke Merbeth

#### **Bildnachweis:**

Titel: Stockphoto

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

#### **Rechtliche Hinweise:**

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



# Regenerative Landwirtschaft

Renditestarkes Investieren in Klimaschutz und Biodiversität



in Kooperation mit

