

mehrwert

DAS INSTITUTIONELLE FACHMAGAZIN VON INVESTOR PARTNERS



Thema Neue Welt(un)ordnung

Ausgabe 6 | September 2022



[Kirchliche Investmentkultur](#) | [SGB IV-Vermögensrecht](#) | [Impact Investing](#) | [Agenda betriebliche Altersversorgung](#) | [Infrastrukturquote in der Praxis](#) | [ESG-Auswirkungen auf Immobilieninvestments](#) | [Stabilität der Bankwirtschaft](#) | [Nachhaltige Kapitalanlage](#) | [Anlageklasse Private Markets](#)

inhalt

- 04 _ Den Worten müssen bald Taten folgen!**
Die Agenda zum Thema betriebliche Altersversorgung

- 08 _ Infrastrukturquote**
Ein Bericht aus der Praxis

- 13 _ Infrastruktur und die Anlageverordnung**
– Alles richtig aufgeleitet?

- 17 _ SGB IV-Vermögensrecht**
– Herausforderungen für SGB-regulierte Einrichtungen

- 20 _ Individuelle Strategietage für institutionelle Investoren**

- 22 _ Nachhaltige Geldanlagen**

- 24 _ Impact und attraktive Renditen**
– Es braucht beides.

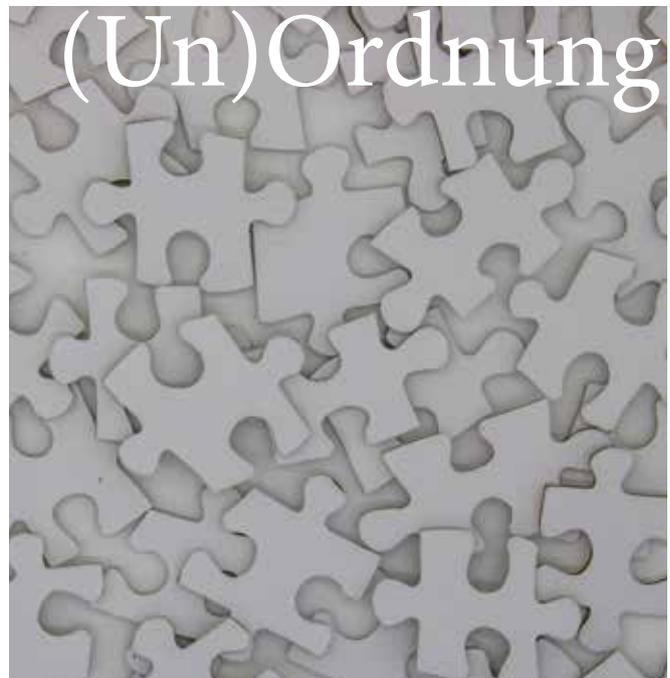
- 28 _ ESG und die Auswirkungen auf den Immobilien-Investmentmarkt**

- 34 _ Kirchliche Investmentkultur**
aus evangelischer Perspektive

- 44 _ Anlageklasse Private Markets**
Status-Quo und Ausblick

- 48 _ Europäische Banken**
– Gewappnet für eine schwächere Konjunktur und steigende Zinsen?

- 56 _ Impressum**





Liebe Leserin, lieber Leser,

seit vielen Jahren schon schreiben wir jährlich, dass ein bewegtes Jahr mit neuen Herausforderungen und Krisen vor bzw. hinter uns liegt. Und doch haben sich die Kapitalmarktergebnisse, zum jeweiligen Jahresende hin, meist sehr gut entwickelt.

Vor einigen Monaten bewegte sich der 10-Jahres-Interbankenzins unerwartet Richtung drei Prozent und mit klassischen Anleihen war – je nach Ausgestaltung und Bonität – ein Fixkupon von über vier Prozent zu erzielen. Die isolierte Betrachtung dieser Tatsache könnte zu der Annahme verleiten, dass die guten alten Zeiten für die „einfache“ Kapitalanlage wieder zurück sind. Doch gerade in diesem Jahr stehen viele Themen auf der Agenda, die selbst in unseren kühnsten Träumen nicht vorstellbar waren. Damit ist und bleibt 2022 ein außerordentlich herausforderndes Kapitalmarktjahr.

In unserer diesjährigen Ausgabe laden viele spannende Themen zur ausführlichen Lektüre ein. Allein in Europa bewegen uns Themen, wie eine mögliche Rezession, Inflationsraten von über 8 % sowie unter anderem ein Krieg in unserer „Nachbarschaft“. Wir blicken trotzdem zuversichtlich in die Zukunft. Lassen Sie uns gemeinsam die Herausforderungen anpacken und meistern!

In diesem Jahr findet unsere Kapitalmarkt-Konferenz zum zehnten Mal statt. Mit großer Freude dürfen wir auf dieser Jubiläumsveranstaltung zahlreiche Keynote-Speaker und die bisher höchste Anzahl an Teilnehmerinnen und Teilnehmern begrüßen. Kommen auch Sie am 15. November 2022 nach Frankfurt ins Sofitel zu dieser exklusiven Konferenz, deren Teilnahme ausschließlich Investoren vorbehalten ist. Wir freuen uns auf Sie!

Viel Vergnügen beim Lesen.
Herzlichst

Christian Becker & Oliver Faulstich
Geschäftsführer Investor Partners GmbH

Den Worten müssen bald Taten folgen!

DR. GEORG THURNES // ABA ARBEITSGEMEINSCHAFT FÜR BETRIEBLICHE ALTERSVERSORGUNG E.V.

Der Koalitionsvertrag zeigt: Die Bundesregierung hat sich in Sachen Altersversorgung, und damit auch in Sachen betrieblicher Altersversorgung (bAV), einiges vorgenommen. „Und das ist gut so!“, sagt Dr. Georg Thurnes von der ABA Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung und sieht künftig dringenden und weitreichenden Handlungsbedarf.

Bei der gesetzlichen Rente soll das Mindestrentenniveau nicht unter 48 % fallen, das Renteneintrittsalter nicht steigen, der Rentenbeitrag nicht die Marke von 20 % übersteigen und Rentenkürzungen soll es nicht geben. Das wird teuer. Ob der Einstieg in die Teilkapitaldeckung der gesetzlichen Rente hier hilft, muss sich erst noch zeigen. Auch die Wiedereinsetzung des sogenannten Nachholfaktors wird die Finanzen nicht herausreißen. Die Maßnahme ist aber richtig, denn sie koppelt die Rentenentwicklung wieder an die Löhne und fördert so die Generationengerechtigkeit und die Solidarität von Beitragszahlern und Rentnern. Doch all diese Fragen mögen andere an geeigneter Stelle diskutieren. Fest steht nur: Die Umsetzung dieser Maßnahmen kostet Zeit sowie Kraft und beschäftigt Ministerien und Politik noch Monate. Deshalb wird stets darauf hin gewiesen, dass man sich erst 2023 der Reformen der zweiten und dritten Säule annehmen werde. Angesichts der in Aussicht gestellten Reformen muss man aber schon mit den Vorüberlegungen beginnen, denn der Koalitionsvertrag ist mit seinen Arbeitsaufträgen noch sehr vage, was in der Natur der Sache liegt.

Wie sieht die bAV-Agenda der Koalition aus?

An mehreren Stellen nimmt der Koalitionsvertrag direkt oder indirekt Bezug auf die betriebliche Altersversorgung:

„Neben der gesetzlichen Rente bleiben die betriebliche wie private Altersvorsorge wichtig für ein gutes Leben im Alter. Die betriebliche Altersversorgung wollen wir stärken, unter anderem durch die Erlaubnis von Anlagemöglichkeiten mit höheren Renditen. Zusätzlich muss das mit dem Betriebsrentenstärkungsgesetz bereits in der vorletzten Legislaturperiode auf den Weg gebrachte Sozialpartnermodell nun umgesetzt werden.“ (Seite 73 des Koalitionsvertrages)

„Wir werden das bisherige System der privaten Altersvorsorge grundlegend reformieren. Wir werden dazu das Angebot eines öffentlich verantworteten Fonds mit einem effektiven und kostengünstigen Angebot mit Abwahlmöglichkeiten prüfen.“ (Seite 74 des Koalitionsvertrages)

„Auch für kleine Versicherungsunternehmen und Pensionskassen wollen wir für eine stärker proportionale Regulierung sorgen.“ (Seite 173 des Koalitionsvertrages)

„Wir wollen ermöglichen, dass privates Kapital institutioneller Anleger, wie Versicherungen und Pensionskassen, für die Startup-Finanzierung mobilisiert werden kann.“ (Seite 30 des Koalitionsvertrages)



Dr. Georg Thurnes
Vorstand
aba Arbeitsgemeinschaft für betriebliche
Altersversorgung e.V.

Diese Aussagen sind natürlich noch sehr unbestimmt und interpretationsfähig formuliert. Wir würden die angesprochenen Punkte gerne konkreter fassen.

Was die Koalition unterlassen sollte

Bevor ich mich dem widme, was es jetzt zu tun gibt, möchte ich aber erst einmal das ansprechen, was man tunlichst unterlassen sollte, da es kontraproduktiv und damit schädlich ist.

Wir als aba halten nichts von der Idee „eines öffentlich verantworteten Fonds mit einem effektiven und kostengünstigen Angebot mit Abwahlmöglichkeiten“. Statt eines langwierigen Prüfprozesses sollte man diese Ideen schnell ad acta legen. Solche Modelle wie die Deutschlandrente, die Extrarente, die Doppelrente oder der Bürger*innen-Fonds sind rudimentär, schön-gerechnet und unter dem Gesichtspunkt des Wettbewerbsrechts nicht ausreichend geprüft; das haben wir schon vor drei Jahren gesagt und niemand hat unsere Bewertung bisher widerlegt. Abschluss, Kontrolle und Inkasso werden den Arbeitgebern aufgebürdet, aber bei Finanzierung, Durchführung und Steuerung bleiben sie außen vor. Auf die Kosten durch die Kannibalisierung anderer, bewährter Systeme wird gar nicht erst eingegangen. Und glaubt man wirklich, dass man die angesammelten Mittel dauerhaft gegen staatliche Eingriffe ausreichend schützen kann? Meine Empfehlung:

Finger weg von den Staatsfonds und stattdessen bei der reinen Beitragszusage die Bremsen lösen.

Die reine Beitragszusage, so wie das Betriebsrentenstärkungsgesetz sie vorgibt, ist nämlich den derzeit diskutierten Staatsfondsmodellen überlegen, weil sie für kollektive Systeme mit kollektivem Sparprozess eine lebenslange Leistung vorsieht. Es handelt sich eben nicht um individuelle Spar- und Entsparmodelle mit Life-Cycle-Methodik.

Es ist davon auszugehen, dass erste Sozialpartnermodelle noch in diesem Jahr an den Start gehen. Aber auch hier gilt: Gut Ding braucht Weile!

Der Tarifvorbehalt allein hat bereits dazu geführt, dass die entsprechenden Verhandlungen erst eingereicht werden mussten. Und die gab es nicht 2018, 2019, 2020 oder 2021. Zudem ist die Materie vollkommen neu. Die Einbindung der Sozialpartner in Durchführung und Steuerung bedeutet, dass sie ihre Reputation und ihre guten Namen aufs Spiel setzen – und das für Jahrzehnte. Das will wohl überlegt sein. Und dann müssen in den Deal ja die jeweiligen Sozialpartner, eine Versorgungseinrichtung und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) auf einen gemeinsamen Nenner kommen. Und das alles in Corona-Zeiten! Da finde ich es bemerkenswert, wie schnell man sich dieser Thematik zielführend angenommen hat, obwohl zeitgleich viele existentielle Fragen der Wirtschaft gelöst werden mussten.

In diesem Zusammenhang noch eine Bitte: Die für 2023 anstehende Evaluierung des Betriebsrentenstärkungsgesetzes sollte möglichst aufgeschoben und insbesondere nicht dazu genutzt werden, ein bAV-Obligatorium einzuführen.

Was die Koalition in Angriff nehmen sollte

Will man die betriebliche Altersversorgung stärken, sollte man folgende To-do-Liste abarbeiten:

Auch jenseits von Tarifverträgen müssen Unternehmen reine Beitragszusagen vereinbaren dürfen.

Es ist gut, dass die Sozialpartner der Chemischen Industrie angekündigt haben, ein Sozialpartnermodell vereinbaren und einführen zu wollen. Denn gerade diese Branche hat immer wieder bewiesen, dass sie eine hohe Innovationskraft in Sachen bAV hat und zukunftsweisende Modelle umsetzen kann. Wir brauchen solche Leuchttürme in der bAV-Landschaft. Aber diese Pläne dürfen nicht darüber hinwegtäuschen, dass insbesondere die Hürde der tarifvertraglichen Erfordernisse beim Sozialpartnermodell zu hoch ist bzw. nicht rechtssicher überwunden werden kann. Es sollte unbedingt geprüft werden, ob hier nicht auch mit Tariföffnungsklauseln gearbeitet werden kann und so betrieblichen Sozialpartnern die Schaffung solcher Modelle für die reine Beitragszusage ermöglicht werden kann.

Und dann brauchen wir noch mehr Klarheit, was der Gesetzgeber sich unter der Beteiligung der Sozialpartner an Durchführung und Steuerung genau vorstellt. Hier sollten die Interessierten nicht erst auf die Aufsicht zugehen müssen, um mit ihr gemeinsam zu erarbeiten, was aus deren Sicht geht und was nicht geht. Dauerniedrigzins und hohe Garantien schließen einander aus. Die intensiven Diskussionen haben gezeigt: Es gilt, über Sicherheit jenseits teurer 100-Prozent-Garantien nachzudenken. Neben der reinen Beitragszusage und den klassischen Leistungszusagen muss es auch

rechtssicher möglich gemacht werden, mit niedrigeren Garantien zu arbeiten, wenn die Beteiligten das wollen.

Bereits erteilte Zusagen müssen für die Zukunft abänderbar sein, um die begrenzten Mittel der Arbeitgeber generationengerecht verteilen zu können. Es geht hierbei nicht um Betriebsrentenkürzungen, bereits verdiente Versorgungsanteile müssen erhalten bleiben. Für zukünftige Arbeitsjahre sollten Betriebsrenten der Mitarbeiter aber mittels reiner Beitragszusagen chancenreicher und generationengerecht gestaltet werden können. Übertriebener Besitzstandsschutz darf nicht die Hoffnungen der jüngeren Generation auf Betriebsrentenzusagen ausbremsen.

Es sollte zudem geprüft werden, ob im Zuge der Geringverdiener-Förderung der Förderbetrag (aktuell 30 % staatlicher Zuschuss für Arbeitgeber, die zusätzliche Beiträge zur bAV für Arbeitnehmer mit geringem Einkommen aufbringen) auf z. B. 50 % erhöht werden könnte. Denn für Geringverdiener bietet diese Zuschussystematik den besseren Hebel als steuerliche Förderungen.

Corona hat Deutschland einen enormen Schub in Sachen Digitalisierung gegeben. Nur leider ist das in der bAV bzw. im Arbeitsrecht nicht wirklich angekommen. Das muss sich ändern!

Ich denke dabei z. B. an vollkommen unzeitgemäße Forderungen im Nachweisgesetz und unnötig hohe Hürden beim Einstieg in die Digitale Rentenübersicht.

Warum sollte man nicht, wo die Beteiligten es wünschen, auf das Schriftformerfordernis verzichten können? Das spart Zeit und Papier und kann dennoch mit hoher Beweiskraft versehen werden. Nicht jede kleine Änderung einer Entgeltumwandlung sollte die Verpflichtung auslösen, gleich wieder umfangreiche Nachweise schriftlich zu erbringen.

Warum soll es zwingend sein, dass ich mich zur Authentifizierung auf der Seite der Digitalen Rentenübersicht nur des elektronischen Personalausweises bedienen kann? In vielen anderen höchst sensiblen Bereichen des täglichen Lebens, etwa bei Bankgeschäften, geht es auch anders und ist nicht minder sicher.

Eine stärker proportionale Regulierung wünschen wir uns auch. Insoweit unterstützen wir die Pläne der Koalition ausdrücklich. Einziger Einwand meinerseits: Überregulierung ist nicht nur ein Problem von Pensionskassen, wir finden sie bei allen beaufsichtigten Formen der bAV, unabhängig von ihrer Größe.

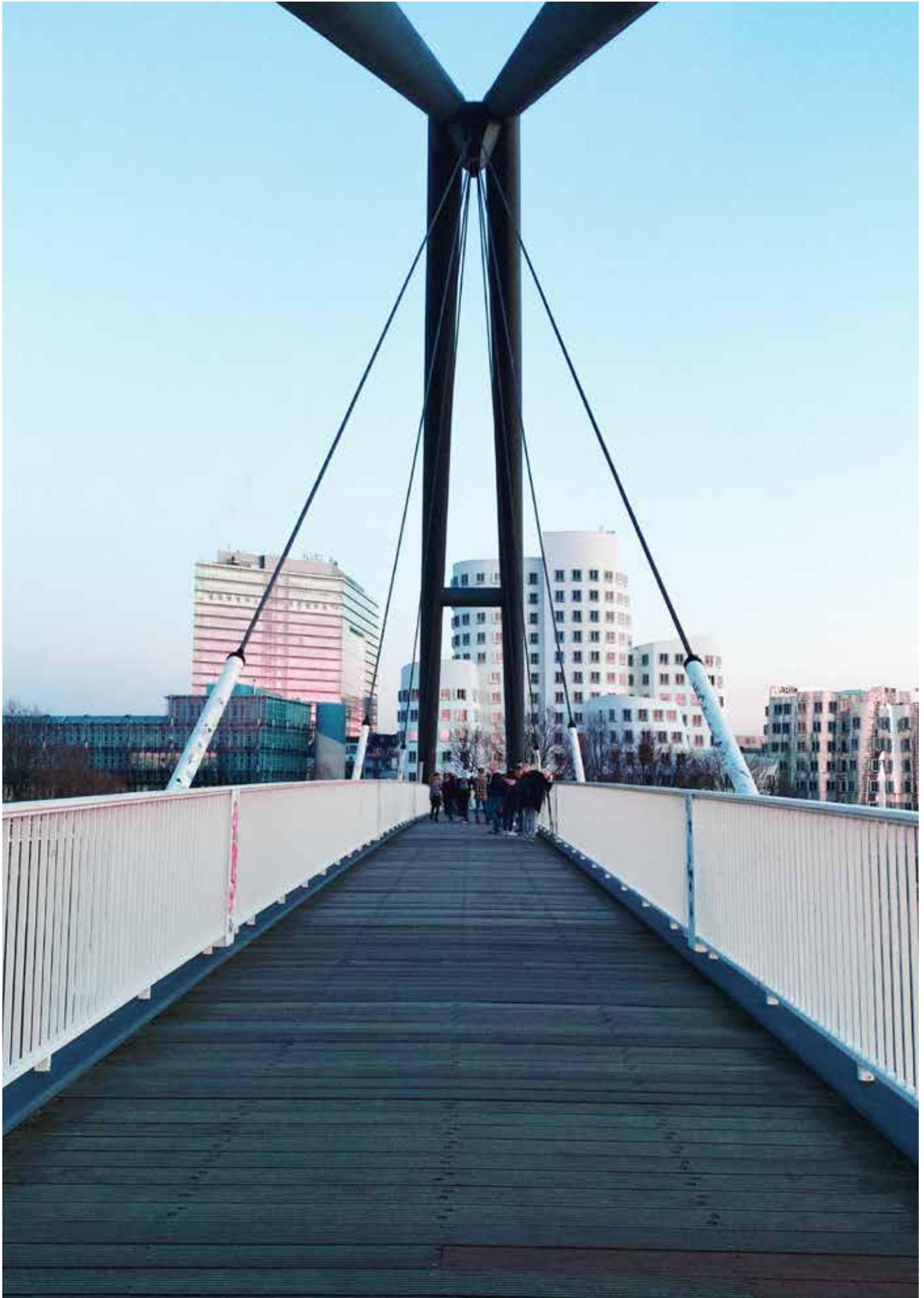
Weitere Regulierungsvorhaben wie auch der anstehende Review der EbAV-II-Richtlinie dürfen nicht zu weiteren Belastungen für Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung führen.

Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung sind als besonders langfristige Anleger ideale Investoren für Infrastrukturmaßnahmen, die im Rahmen der Energiewende für den Kapitalmarktstandort Deutschland unverzichtbar sind. Hierfür und zur Ermöglichung renditestärkerer Investitionen sind Anpassungen an Anlage- und Bedeckungsvorschriften erforderlich. Es ist keine Frage des Wollens der Einrichtungen, es ist eine Frage des Dürfens.

Und dann ist da ein Dauerbrenner: Längst überfällige Korrekturen der bestehenden Rahmenbedingungen der bAV, vor allem im Steuer- und Sozialversicherungsrecht, müssen vorgenommen werden. Ich verstehe, dass das Finanzministerium in Sachen § 6a Einkommensteuergesetz auf die ausstehende Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts warten will. Aber man muss auch verstehen, welcher Schaden den Unternehmen mit Direktzusagen dadurch zugefügt wird, und das in wirtschaftlich so schwierigen Zeiten.

Für die Besteuerung von Scheingewinnen sollte gerade heute kein Platz mehr sein!

Wenn diese To-do-Liste zügig abgearbeitet wird und Kontraproduktives unterlassen wird, dann bin ich zuversichtlich, dass die betriebliche Altersversorgung gut gerüstet ist für die Zukunft.



Infrastrukturquote in der Praxis

INTERVIEW // DR. ULF STEENKEN & CHRISTIAN BECKER

Weltweit besteht ein enormer Investitionsbedarf in die Infrastruktur vieler Systeme wie Energie über Verkehr, Telekommunikation und andere Bereiche. Dieses breite Feld an Anlagemöglichkeiten eignet sich gut für institutionelle Investoren und die Aufsichtsbehörden haben teilweise bereits den Weg für höhere Investmentquoten geebnet. Die Versicherungsaufsicht des Landes Nordrhein-Westfalen war bundesweit vor gut eineinhalb Jahren Vorreiter und hat für die berufsständischen Versorgungswerke in Nordrhein-Westfalen eine fünfprozentige Infrastrukturquote eingeführt.

Christian Becker: Nordrhein-Westfalens Versorgungswerke können seit März 2021 eine separate Infrastrukturquote von fünf Prozent des Sicherungsvermögens beantragen. Wie beurteilen Sie nach einem guten Jahr die tatsächliche Nachfrage nach dieser Quote?

Dr. Ulf Steenken: Die Versorgungswerke in Nordrhein-Westfalen haben die Infrastrukturquote sehr positiv aufgenommen. Derzeit haben wir 14 der 15 Versorgungswerke die Nutzung der Quote auf Antrag genehmigt. Aus den Rückmeldungen der Versorgungswerke haben wir erfahren, dass das große Interesse darauf zurückzuführen ist, dass auch bestehende Investitionen in die Infrastruktur der Quote zugeordnet werden konnten und Investitionen weltweit möglich sind. Hintergrund ist, dass es kein Nachteil sein sollte, wenn Versorgungswerke bereits entsprechende Investitionen getätigt hatten. Die Quote von 5 % wird dabei nicht auf andere Quoten angerechnet und besteht also beispielsweise neben der Risikokapitalquote.

Insgesamt bewährt sich dabei, dass wir die Versorgungswerke bei der Konzeption des Erlasses zur Infra-

strukturquote vorab angehört haben. Diese zusätzliche Kommunikation im Vorfeld erhöht die Qualität von Erlassen.

Becker: Welche Parameter müssen Ihres Erachtens erfüllt werden, um neben dem Vorreiter Nordrhein-Westfalen auch andere Bundesländer zu diesem Schritt zu bewegen oder sogar eine einheitliche, grundlegende Reform der Anlageverordnung herbeizuführen?

Steenken: Die Regulierung der Versicherungsaufsicht über die Versorgungswerke ist Landessache. Jedes Land hat sein eigenes Aufsichtssystem. Dadurch eröffnen sich den Aufsichtsbehörden in diesen Ländern auch unterschiedliche Wege, wie sie ihrem gesetzlichen Auftrag im Rahmen der Versicherungsaufsicht nachkommen.

Es findet aber ein aktiver Austausch unter den Versicherungsaufsichtsbehörden der Länder und natürlich auch mit der BaFin statt, um voneinander zu lernen und Synergien zu nutzen.

Becker: Wie realistisch schätzen Sie die einheitliche Reform der Anlageverordnung ein?

Steenken: Eine Reform der Anlageverordnung würde durch den Bund und damit einheitlich erfolgen. Diese Anlageverordnung des Bundes haben die Länder regelmäßig in ihren Regelwerken für anwendbar erklärt.

Mit Blick auf die aktuellen Entwicklungen und Themen wie den Krieg in der Ukraine, Klimaziele und die Energiewende halte ich eine Anpassung der Anlageverordnung durchaus für möglich. Zudem sind auch die Zinsen im festverzinslichen Bereich nicht dort, wo sie bei Erlass der Anlageverordnung waren.

Ferner gibt es auch aktuelle Überlegungen zu einer Art neuen Anlageverordnung auf Ebene der Versorgungswerke. Über den Verband werden derzeit verschiedene Modelle diskutiert und konkretisiert. Als Aufsichtsbehörde stellen wir uns einem daraus resultierenden Dialog.

Becker: Bei Einführung der Infrastrukturquote müssen die Versorgungswerke höhere Anforderungen, u. a. bei der Berichtspflicht, erfüllen. Wie sehen diese Anforderungen konkret aus? Gibt es schon Erfahrungswerte, ob die Infrastruktur-Asset-Manager den erhöhten Berichtspflichten der Aufsicht entsprechen können?

Steenken: Die Versorgungswerke müssen im jährlichen Bericht neben der vorzulegenden Nachhaltigkeitsstrategie insbesondere darstellen, welchen Nachhaltigkeitskriterien die Infrastrukturinvestments im Rahmen der für das jeweilige Versorgungswerk selbst entwickelten Nachhaltigkeitsstrategie Rechnung tragen. Als Ausgleich für den Verzicht auf Definitionen zu Infrastrukturinvestments und auf Vorgaben zur Nachhaltigkeitsstrategie im Erlass haben wir uns als Aufsicht vorbehalten, im Nachgang über konkretisierende Vorgaben nachsteuern zu können. Eine wesentliche Rolle spielte dabei, dass sich Marktstandards teilweise

derzeit erst bilden und sich auch regulatorisch ständig Änderungen ergeben. Zudem stellen Datenqualität und Datenverfügbarkeit hinsichtlich der zu bewertenden Investments ein Problem dar. Hier müssen Erfahrungswerte gesammelt werden. Wichtig ist es mir daher zu betonen, dass es sich um lebende Strategien und Definitionen der Versorgungswerke handelt, die regelmäßig vor dem Hintergrund von Marktentwicklungen und neuen Standards zu überprüfen sind. Ferner sollen alle drei Aspekte von ESG berücksichtigt werden, nicht nur das „E“.

Zum Ausgleich des von uns gewählten Ansatzes, den Versorgungswerken bei der Strategieentwicklung Freiräume zu gewähren, haben wir uns die Möglichkeit vorbehalten, nachzusteuern. Das Vertrauen, das wir dabei in die Versorgungswerke gesetzt haben, hat sich bisher nach den uns bisher vorliegenden Unterlagen bewährt. Mit agilem Vorgehen versuchen wir, uns an die sich ständig ändernden Rahmenbedingungen anzupassen.

Die Quote haben wir im März 2021 eingeführt. Die Versorgungswerke, die die Infrastrukturquote nutzen, berichten erstmals zum Stichtag 30. Juni 2022.

Vorgelegt wurden uns vorab bereits erste Nachhaltigkeitsstrategien, die, wie eingangs erwähnt, Teil der jährlichen Berichte sind. Die vorgelegten Strategien waren teilweise sehr detailliert. Bei unseren Bewertungen dieser vorgelegten Strategien haben wir uns u. a. an einschlägigen Landesstrategien, aber auch an anderen Bewertungssystemen, beispielsweise den PRI, orientiert. Den Versorgungswerken hat dabei sicherlich auch geholfen, dass das Thema nicht neu ist und dass bereits beispielsweise teilweise regelmäßig Nachhaltigkeitsberichte erstellt wurden.

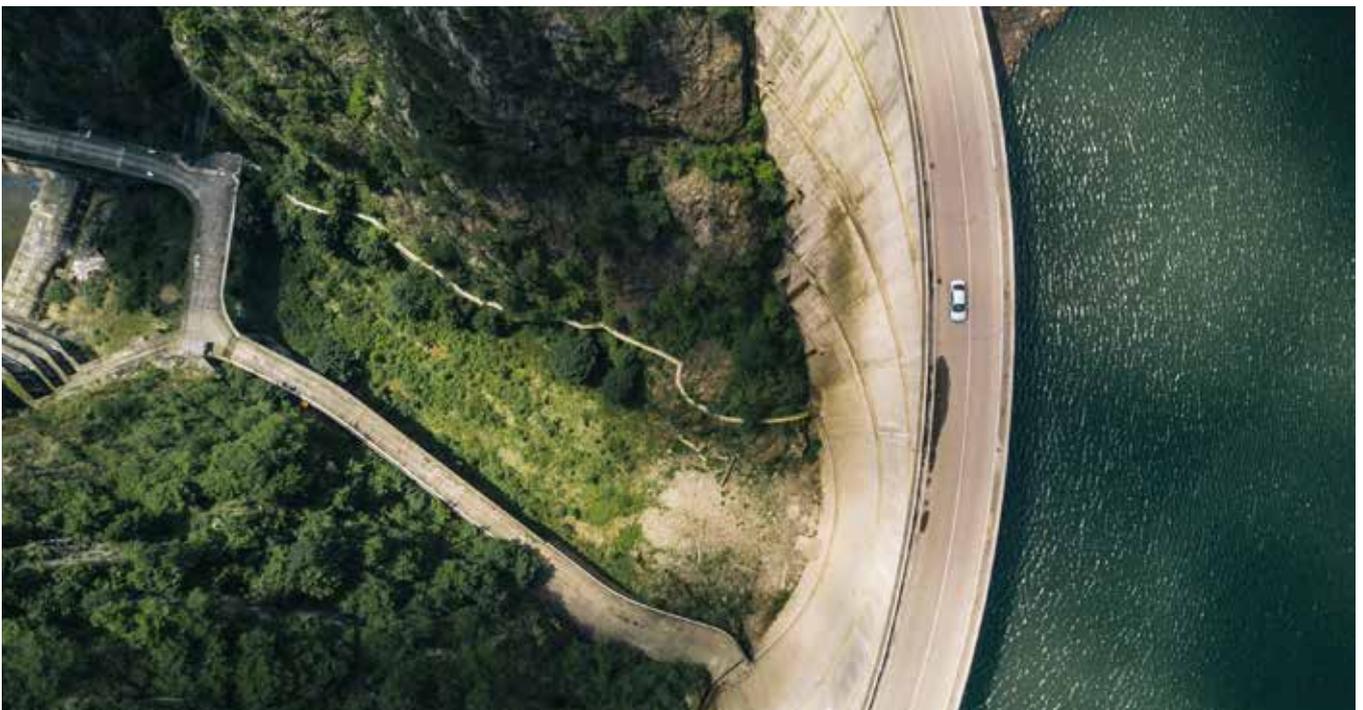
Becker: Die ABV hat schon länger das Ziel, eine spezifische Regulierung für Versorgungswerke einzuführen, um mehr Flexibilität bei den Anlagen zu schaffen. War die Einführung der Infrastrukturquote aus Ihrer Sicht für die nächsten Jahre der „letzte Schritt“ oder sehen Sie in NRW noch weitere Änderungen kommen?

Steenken: Wir müssen flexibel bleiben. Wir müssen Situationen ständig neu bewerten und bisherige Ergebnisse und Erfahrungen überprüfen. Anfang des Jahres hat beispielsweise niemand mit einem Krieg in Europa gerechnet. Jetzt haben wir neben dem Erreichen der Klimaziele und der noch bestehenden Niedrigzinsphase auch die Fragen der Energiewende zu beantworten.

Zuletzt gab es einen starken Zinsanstieg und bei einem weiteren Zinsanstieg könnten klassische Staatsanleihen und Pfandbriefe wieder als altbewährte Anlageklasse ihr Comeback in die Portfolios von Versorgungswerken finden.

Becker: Erwarten Sie in einem solchen Szenario, dass die Infrastrukturquote gar nicht groß in Anspruch genommen wird?

Steenken: Die Versorgungswerke haben aufgrund der Niedrig-, Null- und Negativzinsphase ihr Anlageportfolio in den letzten Jahren verändert. Investitionen gingen in Anlageklassen wie Immobilien oder Aktien oder auch in die alternativen Investments. Dieser Anlagemix wird sich meiner Meinung nach so schnell nicht verändern. Allerdings ist in den letzten Jahren der Anteil der planbaren Erträge mit dem Rückgang der festverzinslichen Papiere auch deutlich zurückgegangen. Insofern gehe ich davon aus, dass die Versorgungswerke hier auch Chancen nutzen werden, um den Anteil der planbaren Erträge wieder zu erhöhen.



Becker: Halten Sie weitere Quotenanpassungen im Bereich der sogenannten Alternativen Investments (Private Equity/Private Debt/Immobilien) für möglich? Falls ja, gibt es bereits konkrete Überlegungen?

Steenken: Konkrete Überlegungen haben wir derzeit nicht. Aber wie wir schon angesprochen haben, sehe ich es als Aufgabe einer modernen Verwaltung, dass wir unser Handeln an die allgemeinen Rahmenbedingungen anpassen und uns stetig hinterfragen. Dabei hilft es, dass wir uns in einem ständigen und engen Dialog mit den beaufsichtigten Versorgungswerken, aber auch mit den anderen Aufsichtsbehörden befinden. Das ermöglicht proaktives Handeln.

Becker: Vielen Dank für das Gespräch und für Ihre Zeit, Herr Dr. Steenken. Wir sind gespannt auf die weiteren Entwicklungen.



Dr. Ulf Steenken
Leitung Referat III B 4 - Versicherungsaufsicht
Ministerium der Finanzen des Landes
Nordrhein-Westfalen



Christian Becker
Geschäftsführer
Investor Partners GmbH

Infrastruktur und die Anlageverordnung

– Alles richtig aufgegleist?

DR. THOMAS A. JESCH // BUND INSTITUTIONELLER INVESTOREN E.V.
DR. BERND KREUTER // PALLADIO GMBH

Die AnIV-2015 brachte seinerzeit zum einen die Anpassung ihrer Bestimmungen an die Vorgaben von AIFM-Richtlinie und KAGB. Zum anderen schaffte sie mehr Berechenbarkeit im Hinblick auf Investitionen in Fonds mit alternativen Anlagestrategien. Die erwarteten Spezialregelungen zur Assetklasse Infrastruktur – insbesondere auf Fondsebene – blieben allerdings schon damals aus. Da sich in der Zwischenzeit keine weiteren Ergänzungen ergeben haben, soll der folgende Beitrag die Frage stellen, ob – gleichsam nach dem Vorbild „NRW“ – eine dezidierte Katalognummer für Infrastrukturinvestitionen in der Anlageverordnung sinnvoll erscheint.

Charakteristika von Infrastrukturinvestitionen aus institutioneller Sicht

Infrastruktur hat sich über die letzten Jahrzehnte als eigenständige Anlageklasse bei institutionellen Investoren etabliert. Die Zielquoten betragen in der Regel 3 bis 5 %, wobei es auch Investoren mit deutlich höheren Quoten gibt. So haben in Kanada etliche größere Pensionsfonds bereits über 10 % ihres Anlagevolumens in Infrastruktur investiert.

Infrastruktur bietet ein Rendite-Risiko-Profil, das sich deutlich z. B. von der anderen alternativen Assetklasse Private Equity unterscheidet und in einigen Aspekten eher vergleichbar mit Immobilien oder langlaufenden Anleihen ist. Insbesondere das Subsegment von Infrastruktur, das im Rahmen der Solvency-II-Regulierung als sogenannte Qualifizierte Infrastruktur klassifiziert wird, umfasst Investitionen mit auch mittel- bis langfristigen gut planbaren Cashflows. Daher sind solche Investitionen sehr gut geeignet, um die langfristigen Verpflichtungen von Pensionsfonds oder anderen langfristigen orientierten Investoren bedienen zu können. Darüber hinaus bietet Infrastruktur positive Diversi-

fikationseffekte, da die Anlageklasse Infrastruktur nur moderate Korrelationen mit anderen Anlageklassen aufweist.

Bisherige Adressierung im Rahmen von Solvency II und der Anlageverordnung

Solvency II

Die Standardformel sah bei Einführung von Solvency II für nicht-strategische Eigenkapitalinvestitionen in Infrastrukturprojektgesellschaften keine Privilegierung vor; diese galten als Typ-2-Aktien und waren damit einem Stressfaktor von 49 % versehen. Fremdkapitalinvestitionen in Infrastrukturprojektgesellschaften wurden in den Untermodulen für das Zins- und das Spread-Risiko innerhalb des Marktrisikomoduls abgebildet. Durch die Delegierte Verordnung (EU) 2016/467 zur Änderung der Delegierten Verordnung (EU) 2015/35 wurde eine detaillierte Definition von Qualifizierter Infrastruktur festgelegt, welche die spezifischen Eigenschaften von Infrastrukturinvestments aufgreift und entsprechende geringere Eigenkapitalanforderungen definiert.



Dr. Thomas A. Jesch
Vorstand
Bund institutioneller Investoren e.V.



Dr. Bernd Kreuter
Geschäftsführender Gesellschafter
Palladio GmbH

Die Risiko-Kalibrierung für Investitionen in nicht-börsennotierte Eigenkapitalbeteiligungen an Qualifizierter Infrastruktur wurde von 49 % auf 30 % gesenkt. Auch die Risikozuschläge für die Fremdkapitalfinanzierung von Qualifizierter Infrastruktur wurden um bis zu 40 % verringert. Im Falle von Eigenkapitalinvestitionen entspricht das einer um 33 % geringeren Volatilität (Standardabweichung) von Infrastrukturinvestitionen im Vergleich zu Aktien; bei Fremdkapitalinvestitionen ist die Volatilität sogar bis zu 40 % geringer als die vergleichbarer Anleihen. Damit wird Qualifizierte Infrastruktur vergleichbar wie Immobilien behandelt, für die eine Eigenkapitalunterlegung von 25 % erforderlich ist.

Anlageverordnung

Mit § 2 Nr. 4 lit. c AnlV wurden die Anlagemöglichkeiten in Unternehmensdarlehen gegenüber Nr. 4 lit. a erheblich erweitert. Insbesondere sollte die Vergabe von Darlehen an Infrastrukturgesellschaften erleichtert sowie die Möglichkeit geschaffen werden, Darlehen an neu gegründete Unternehmen und Unternehmen mit einer Bonität unterhalb Investment-Grade zu vergeben.

Beteiligungen, die keinem Investmentrecht unterliegen, sind unter den Katalogtatbestand des § 2 Abs. 1 Nr. 13 lit. a AnlV zu subsumieren. Bei mehrstufigen Beteiligungsstrukturen kann eine ausreichende Streuung der Anlagen regelmäßig dann angenommen werden, wenn Beteiligungen an zehn oder mehr Zielgesellschaften gehalten werden. Vom Anwendungsbereich sind auch direkte Infrastrukturbeteiligungen umfasst. Anteile an Immobiliengesellschaften, insbesondere in der Rechtsform der GmbH & Co. KG, die nicht unter Nr. 14 lit. a subsumiert werden können, können grundsätzlich der Nr. 13 lit. a zugeordnet werden.

Infrastrukturfonds sollten bei Verfolgung eines entsprechenden Value-add-Ansatzes versicherungsaufsichtsrechtlich nach § 2 Abs. 1 Nr. 13 lit. b AnlV zu beurteilen sein. Infrastrukturfonds haben in letzter Zeit an Beliebtheit gewonnen. Dies zeigt sich auch an der Schaffung der infrastrukturspezifischen Struktur des European Long-Term Investment Fund sowie des offenen Infrastruktur-Sondervermögens (ELTIF).

Separate Infrastrukturquote für Versorgungswerke in Nordrhein-Westfalen

Das Niedrigzinsumfeld und seine Auswirkungen auf die Kapitalanlagen sind sowohl für institutionelle Investoren als auch für die zuständigen Aufsichtsbehörden eine Herausforderung. Das Finanzministerium von Nordrhein-Westfalen hat im ersten Quartal 2021 speziell für die berufsständischen Versorgungswerke in NRW eine eigene Infrastrukturquote erlassen. Die Versorgungswerke können die Quote beantragen.

Nach den Vorschriften der Versicherungsaufsichtsverordnung NRW kann die Aufsichtsbehörde Abweichungen von den Vorschriften zur Kapitalanlage zulassen. Das Ministerium verweist in seinem Erlass zur Einführung der Infrastrukturquote auf die zunehmende Auslastung der Quoten der Anlageverordnung und sieht weiteren Handlungsbedarf. Dabei berücksichtigt die Behörde nach eigenen Angaben, dass die Versorgungswerke in den vergangenen Jahren auch auf der Passivseite Maßnahmen ergriffen haben, um den Druck auf die Kapitalanlage zu senken. Konkret bezieht sich das Finanzministerium auf die teilweise massive Absenkung des Rechnungszinses.

Vor diesem Hintergrund räumt das Finanzministerium den Versorgungswerken in Nordrhein-Westfalen die Möglichkeit ein, eine separate Infrastrukturquote in Höhe von 5 % zu beantragen. Eine Anrechnung der Kapitalanlagen innerhalb dieser neuen Infrastrukturquote auf weitere Mischungsquoten erfolgt nicht. Nach Einschätzung des Ministeriums sollte das zu einer Entlastung der Quotensituation führen.

Gemäß dem Erlass können die berufsständischen Versorgungswerke diese separate Infrastrukturquote mit allen nach § 2 Abs. 1 Nr. 1–18 AnIV vorgesehenen Anlageformen, die nach gängiger Auffassung zu den Infrastrukturinvestitionen zählen, befüllen. Eine zusätzliche Anrechnung von Investitionen innerhalb der

Infrastrukturquote auf andere Anlageformen erfolgt nicht.

Versorgungswerke, welche die Infrastrukturquote beantragen möchten, müssen eine Reihe von Vorgaben beachten. So ist ein Antrag auf Nutzung der Infrastrukturquote laut dem Finanzministerium in Düsseldorf nur dann genehmigungsfähig, wenn das zuständige Überwachungsorgan (zum Beispiel der Aufsichtsausschuss oder der Aufsichtsrat) diesem Antrag vorab zugestimmt hat. Und weil die Einführung der Infrastrukturquote nach Auffassung des nordrhein-westfälischen Finanzministeriums zu einer höheren Gesamtrisikolage des jeweiligen Versorgungswerks führen kann, stellt die Aufsicht hohe Anforderungen an das Risikomanagement. So müssen Versorgungswerke, welche die neue Infrastrukturquote nutzen möchten, insbesondere auf eine ausreichende Unterlegung der Investitionen mit Risikokapital achten. Versorgungswerke, welche die separate Quote beantragen, müssen zudem sämtliche Anforderungen der Risikostufe 3 erfüllen, auch wenn sie rein rechnerisch in die Risikostufe 2 fallen würden.

Das Finanzministerium von NRW verbindet mit der Schaffung der separaten Infrastrukturquote mehrere Ziele. Einerseits dient sie dem Zweck, die weiteren Quoten der Anlageverordnung zu entlasten. Andererseits sollen mit ihrer Hilfe nachhaltige Investitionen in die Infrastruktur gefördert werden. In diesem Zusammenhang müssen Versorgungswerke die Kapitalanlagen, die sie der Quote zuordnen, in eine Nachhaltigkeitsstrategie einbetten.

Mit der Quote sind zusätzliche Pflichten verbunden. Versorgungswerke müssen gegenüber der Aufsicht über die der Quote zugeordneten Kapitalanlagen berichten. Der Erlass des Finanzministeriums in Düsseldorf sieht eine jährliche Berichtspflicht zum Stichtag 30. Juni (beginnend mit dem 30. Juni 2022) vor. Die Angaben

müssen innerhalb von zwei Monaten gemacht werden. Aus dem Bericht muss sich ergeben, auf Basis welcher Kriterien die Kapitalanlagen als Infrastrukturmaßnahmen qualifiziert werden und welchen Nachhaltigkeitsgesichtspunkten sie im Rahmen der Nachhaltigkeitsstrategie des Versorgungswerks Rechnung tragen.

Option einer zukünftigen Verankerung in der Anlageverordnung

Vielleicht heißt ja „von NRW lernen, siegen lernen“ und man kann die dortigen Erfahrungen und prozessualen Limitationen zum Anlass nehmen, die Anlageverordnung ebenfalls und dann mit bundesweiter und „spartenübergreifender“ Wirkung um eine Infrastrukturquote zu ergänzen.

Wo zunächst würde sie systematisch hinpassen? Der die Anlageformen auflistende § 2 AnlV enthält einen gewissen Bruch zwischen seiner Nr. 14, die mit den Immobilien die letzte Assetklasse durchdekliniert, und der Nr. 15, ab der spezifische KAGB-Strukturen adressiert werden.

Insofern wäre es denkbar, eine Infrastrukturquote in der Anlageverordnung in einer neuen Nr. 14a zu verankern.

Welchen Inhalt sollte diese Nr. 14a haben? Dieser Beitrag hat das Ziel, eine entsprechende Diskussion zu entfachen. Es wäre aber töricht, dies gleich mit einem Formulierungsvorschlag zu begleiten. Drei Dinge allerdings sollte der Gesetzgeber in Erwägung ziehen, wenn er einen entsprechenden Abschnitt entwirft: (i) Welche Definition von Infrastruktur soll einer spezifischen Quote – gerade in Abgrenzung zu „Beteiligungen“ und „Immobilien“ – zugrunde liegen? (ii) Soll hier (auch) auf bestimmte KAGB-Strukturen oder den ELTIF verwiesen werden oder soll die erwähnte Definition den Rahmen allein auskleiden?

(iii) Soll die Infrastrukturquote wie in NRW 5 % betragen oder kann sie sogar noch moderat höher ausfallen?

Zusammenfassung

Infrastruktur hat sich über die letzten Jahrzehnte als eigenständige Anlageklasse bei institutionellen Investoren etabliert. Die Zielquoten betragen in der Regel 3 bis 5 %, wobei es auch Investoren mit deutlich höheren Quoten gibt.

Gemäß einem Erlass des Finanzministeriums NRW können die dortigen berufsständischen Versorgungswerke eine separate Infrastrukturquote mit allen nach § 2 Abs. 1 Nr. 1–18 AnlV vorgesehenen Anlageformen, die nach gängiger Auffassung zu den Infrastrukturinvestitionen zählen, befüllen. Eine zusätzliche Anrechnung von Investitionen innerhalb der Infrastrukturquote auf andere Anlageformen erfolgt nicht.

Insofern wäre es denkbar, eine Infrastrukturquote mit bundesweiter Wirkung in der Anlageverordnung in einer neuen Nr. 14a des § 2 AnlV zu verankern. Wenn hier eine griffige Definition gefunden wird, hätte dies z. B. den Vorteil, dass die Immobilienquote nicht bei „Zweifelsfällen“ ggf. nachträglich zusätzlich belastet wird.

SBG IV – Vermögensrecht – Herausforderungen für SBG-regulierte Einrichtungen

PHILIP KAUPA // INVESTOR PARTNERS GMBH

Die Entwurfsfassung zur Novellierung des SGB-Vermögensrechts sorgte vor über zwei Jahren für einen großen Aufschrei innerhalb der verschiedenen Verbände deutscher Sozialversicherungsträger. Am 24. Juni 2022 wurde ein neuer Referentenentwurf zur Überarbeitung des SGB-Vermögensrechts veröffentlicht. Ob und wann aus der Entwurfsfassung eine finale Fassung wird, bleibt angesichts der gegenwärtigen politischen, wirtschaftlichen und pandemischen Lage in Europa offen.

Mit Beginn der Coronapandemie und verstärkt durch den Russland-Ukraine-Konflikt haben sich globale Lieferketten als sehr instabil erwiesen. Länderweite Lockdowns, eine lockere Geldpolitik der Zentralbanken und eine damit einhergehende stimulierte wirtschaftliche Nachfrage haben die wirtschaftliche Ordnung völlig auf den Kopf gestellt. Aufgrund der anhaltenden Probleme vermehren sich die Ängste einer wirtschaftlichen Rezession.

Der Einfluss der weltwirtschaftlichen Probleme ist auch für deutsche Sozialversicherungsträger zu spüren: zum einen in Form eines sich nicht mehr als absolut verlässlich erweisenden Zahlungsverhaltens des Gesundheitsfonds und veränderter Beitragszahlungen sowie Vermögensabschmelzungen, zum anderen in Form von Zinsverwerfungen mit direktem Einfluss auf bestehende Geld- und Kapitalanlagen.

Ersteres hat die einzelnen Körperschaften des öffentlichen Rechts zu Beginn der Coronapandemie vor gewaltige Herausforderungen bezüglich des Liquiditätsmanagements gestellt. Letzteres hat sich als vermeintliche „Liquiditätsreserve“ teilweise nur mit hohen Kursverlusten und einem damit einhergehenden negativen internen Zinsfuß realisieren lassen, obgleich die Anlagen nach den Vorgaben des Paragraphen 83 des

Vierten Sozialgesetzbuches im Einklang stehen, konkret jedoch mit der Verlustrealisierung einen Verstoß gegen den Paragraphen 80 des Vierten Sozialgesetzbuches [*„Die Mittel des Versicherungsträgers sind so anzulegen und zu verwalten, dass ein Verlust ausgeschlossen erscheint...“*] darstellen. Diese Notsituation hat das Bundesamt für Soziale Sicherung zur Veröffentlichung eines Schreibens bewegt, eine Ausnahme für den Sonderfall zu machen und die Realisierung eines Verlustes aufgrund des nicht selbst verschuldeten Liquiditätsengpasses als konform mit dem Sozialgesetzbuch darzustellen.

Obleich die Verlustrealisierung von dem Aufsichtsorgan für Sozialversicherungsträger als regelkonform bezeichnet wurde, bleibt für die jeweiligen Entscheidungsträger der Rechtfertigungsgrund innerhalb der eigenen Organisation bestehen. Dies bedeutet vielfach auch, sich vor ehrenamtlichen Gremien ohne täglichen Bezug zur Gesamtmaterie rechtfertigen zu müssen.

Diesbezüglich stellt sich die Frage, inwiefern man zukünftig solche Probleme vermeiden kann. Die Antwort lautet: gar nicht! Das gegenwärtige Vermögensrecht gibt Sozialversicherungsträgern ein enges Gerüst vor, das nur eine kleine Anzahl an Themen zulässt.



Philip Kaupa
Analyst
Investor Partners GmbH

Darüber hinaus sind keine besonderen anlageklassen-übergreifenden Diversifikationseffekte zu erzielen.

Die wichtigsten Säulen der Kapitalanlage für Sozialversicherungsträger bestehen gegenwärtig aus:

1. Festgelder, Termingelder
2. Schuldverschreibungen
3. Forderungen, für die eine sichere Hypothek besteht
(Hypothekenbesicherte Schuldscheindarlehen)

Die erste Säule, Festgelder und Termingelder, ist aktuell einigen Veränderungen ausgesetzt, die aufseiten von Sozialversicherungsträgern für Anpassungsbedarf sorgen. Gilt gegenwärtig, dass Fest- und Termingelder nur bei Finanzinstituten abgeschlossen werden, die einem anerkannten Einlagensicherungssystem zuzuordnen sind, muss zukünftig hierbei genauer darauf geachtet werden, welchem Einlagensicherungssystem speziell ein Finanzinstitut zuzuordnen ist.

Innerhalb der Einlagensicherungssysteme der Sparkassen (DSGV) und Volks- und Raiffeisenbanken (BVR) gibt es keine Änderungen bezüglich der Anlagegrenzen und gesicherten Anlagearten. Innerhalb dieser zwei Systeme dürfen Sozialversicherungsträger weiterhin Festgelder, Termingelder und Schuldverschreibun-

gen der jeweiligen Mitglieder der Einlagensicherungssysteme in unbestimmter Höhe und Laufzeit erwerben.

Das Einlagensicherungssystem des privaten Bankenverbandes (BdB) unterliegt jedoch seit Jahren einem stetigen Wandel. Nach diversen Entschädigungsfällen (zuletzt: Greensill Bank) wurden zu schützende Anlagen weiter reduziert und angepasst. Bestandsanlagen genießen jedoch unabhängig davon Bestandsschutz. Im Gegensatz zu den anderen beiden Einlagensicherungssystemen sind bei den Privatbanken nur noch Fest- und Termingelder geschützt. Ab dem Jahr 2023 werden bis zu 50 Millionen Euro geschützt, ab dem Jahr 2025 bis zu 30 Millionen Euro und nach voller Umsetzung der Reform im Jahr 2030 bis zu 10 Millionen Euro. Die Höchstlaufzeit für Einlagen darf für den Kapitalschutz zwölf Monate nicht übersteigen. Zudem werden Einlagen, die außerhalb Deutschlands über ausländische Niederlassungen von Mitgliedsinstituten eingeworben werden, zukünftig nicht mehr geschützt.

Innerhalb der Privatbanken steigt somit deutlich die Komplexität bezüglich der Emittentenauswahl. Eine intensive Betrachtung im Rahmen einer qualifizierten Risikoanalyse ist unerlässlich.

Auch die zweite Säule in Form von Schuldverschreibungen stellt Sozialversicherungsträger vor große Herausforderungen. Dürfen diese zwar nur einlagengesichert mit Emittenten aus dem Sparkassen- sowie Volks- und Raiffeisenbanken-Sektor gekauft werden, sieht man sich innerhalb dieses Anlagesegments jedoch anderen Herausforderungen gegenübergestellt. Schuldverschreibungen von Banken sind im Regelfall mit einem Mindestkupon und einer variablen Vergütungskomponente ausgestaltet. Darüber hinaus werden Schuldverschreibungen laufend bewertet und können sowohl über als auch unter Pari (100 %) notieren. Das gegenwärtige Zinsumfeld in Form von stark steigenden Zinsen wirkt sich negativ auf die Kurse bestehender

Schuldverschreibungen aus.

In der Vergangenheit konnten Kurse von bestehenden Schuldverschreibungen durch immer weiter fallende Zinsen stark profitieren. Den Effekt kann man gegenwärtig bei verschiedenen Rentenfonds deutscher Sozialversicherungsträger mit Kursverlusten von teilweise über zehn Prozent beobachten, wohingegen diese in den vergangenen Jahren aufgrund der geldpolitischen Maßnahmen der Zentralbanken überproportional profitieren konnten.

Ein weiteres Engagement in Rentenfondsprodukte ist in dem aktuellen Umfeld ein Investment, das mehr Risiken als Chancen bietet (großes Risiko weiterer Kursverluste). Selbstverständlich ist in Bezug auf Unternehmensanleihen mit Eintreten einer Rezession darüber hinaus mit Ausfällen zu rechnen, die sich negativ auf die Kursentwicklung von Fondsprodukten auswirken können. Vielfach werden Rentenprodukte als Liquiditätssteuerungsinstrument angepriesen, doch genau die heutigen Marktturbulenzen zeigen auf, dass ein kurzfristiges Engagement zu Liquiditätssteuerungszwecken unter Umständen zu herben Kapitalverlusten führen kann, sofern man auf die Liquidität im Tagesgeschäft angewiesen ist.

Die dritte Säule stellen hypothekenbesicherte Schuldscheindarlehen dar. Dies sind jene Anlagen, die durch eine erstrangige Grundschuld besichert sind und deren Höhe zwei Drittel des Wertes des besicherten Objekts nicht übersteigen darf. Aufgrund der Tatsache, dass es sich bei Schuldscheindarlehen um keine Wertpapiere handelt, sondern um kreditrechtliche Verpflichtungen, werden diese nicht laufend bewertet, sondern im Normalfall mit 100 Prozent des Nominalvolumens über die definierte Laufzeit verbucht. Theoretisch besteht auch hier über die Laufzeit hinweg das Risiko von steigenden und fallenden Zinsen, doch dies wird

nicht bilanziell wirksam. Anlagen in hypothekenbesicherte Schuldscheindarlehen erfordern dennoch auch ein hohes Maß an Risikomanagement, da verschiedene Parameter (Darlehensdokumentation, Bewertungsgutachten, Sicherheitenstruktur etc.) eine tiefgreifende Analyse erfordern.

Der aktuelle Referentenentwurf zur Novellierung des SGB-Vermögensrechts schränkt Sozialversicherungsträger innerhalb der Kapitalanlage nicht weiter ein, sondern ermöglicht weiteren Gestaltungsspielraum. So sollen unter anderem auch Unternehmensbeteiligungen, Aktien und Immobilienfonds zur Anlage der Mittel zugelassen werden, was die Komplexität des Geld- und Kapitalanlagemanagements weiter erhöht.



strategietag

FÜR INSTITUTIONELLE INVESTOREN



Maßgeschneiderter und individueller Strategietag bei Ihnen vor Ort

Die Wertschöpfungskette von Anlageklassen

Regulatorik

Jeder Strategietag ist individuell auf den Investor angepasst und auf die jeweiligen regulatorischen und internen Anforderungen wird besonders Rücksicht genommen.

Individuell

In enger Abstimmung gestalten wir den auf Sie zugeschnittenen Strategietag ganz nach Ihren Wünschen und Anforderungen.

Hoher Praxisbezug

Alle Vorträge des Strategietags weisen einen hohen Praxisbezug auf. Die Referenten kommen überwiegend aus dem operativen Geschäft und berichten von ihren gesammelten Erfahrungen.

Beispielhaftes Programm

Private Debt/Direct Lending

Der Strategietag soll einen Ein- und Ausblick in die Anlageklasse Private Debt geben. Es wird u. a. berichtet, welche positiven und negativen Erfahrungen andere vergleichbare Investoren bereits gesammelt haben und welche Segmente aktuell attraktiv für neue Investments sind.

Themenblock I

Begriffsdefinitionen innerhalb der Anlageklasse

Private Debt

- Corporate Debt (Unternehmensfinanzierungen)
- Real Estate Debt (Immobilienfinanzierungen)

Themenblock II

Kreditfonds-Strukturen und aufsichtsrechtliche Vorgaben

- Deutscher Spezialfonds
- Luxemburger Spezialfonds
- Anleihen, Schuldscheindarlehen und Namensschuldverschreibungen

Themenblock III

Praxisbeispiele für Kreditfondsfinanzierungen

Themenblock IV

Ratingprozesse für verbrieftete Kreditfonds

Themenblock V

Praxisbeispiele anderer Investoren für Investments in unterschiedliche Alternative Investments

- Aufzeigen aktuell realisierter Rendite, Risiken und Laufzeiten
- Immobilienfinanzierung Deutschland
 - Mittelstandsfinanzierung Europa

SPRECHEN SIE UNS GERNE FÜR INDIVIDUELLE STRATEGIETAGE AN:

KONTAKT@INVESTOR-PARTNERS.DE

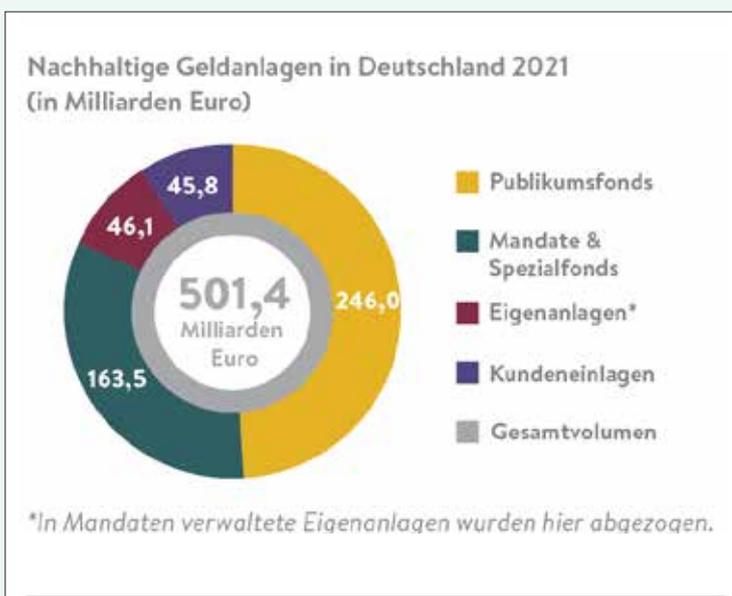
Nachhaltige Geldanlagen

SASCHA GÖRLITZ // FNG – FORUM NACHHALTIGE GELDDANLAGEN E.V.

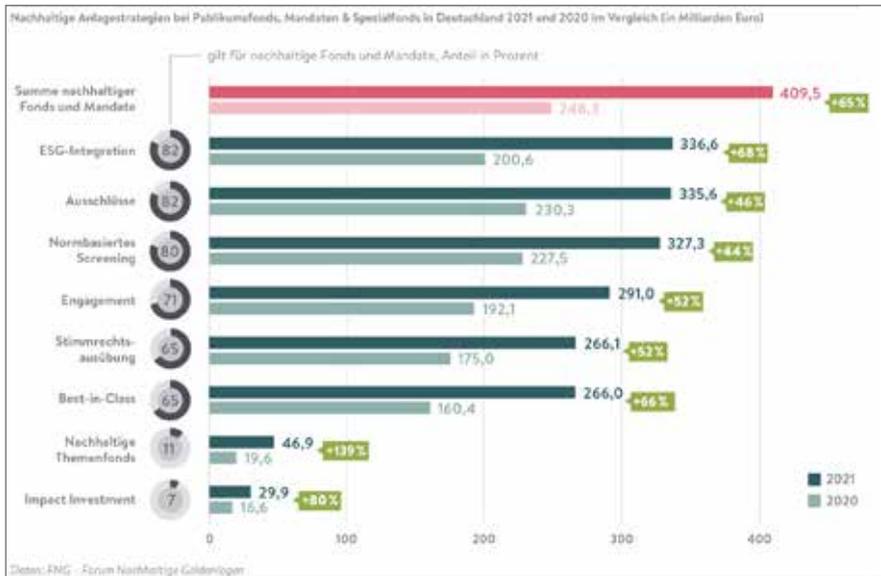
Nachhaltige Geldanlagen gewinnen immer mehr an Bedeutung und spielen eine wichtige Rolle bei der Förderung einer nachhaltigen Entwicklung. Insbesondere seit der Veröffentlichung des EU-Aktionsplans „Finanzierung Nachhaltigen Wachstums“ durch die Europäische Union im Jahr 2018 haben Nachhaltige Geldanlagen einen zusätzlichen Schub bekommen und sind im Mainstream angekommen. Aber was sind nachhaltige Geldanlagen?

Nachhaltige Geldanlagen ist die allgemeine Bezeichnung für nachhaltige Produkte und Anlagevehikel, die ökologische, soziale und Governance-bezogene Aspekte (ESG-Kriterien) explizit in ihren Anlagebedingungen berücksichtigen. Sie beinhalten eine explizite schriftlich formulierte Anlagepolitik zur Nutzung von ESG-Kriterien. Bei nachhaltigen Geldanlagen sind die ESG-Kriterien in den Produktdokumenten definiert. Davon zu unterscheiden sind Verantwortliche Invest-

ments, bei denen die ESG-Kriterien auf institutioneller Ebene festgelegt sind. Jahr für Jahr können wir im FNG-Marktbericht neue Rekordwerte zu nachhaltigen Geldanlagen und Verantwortlichen Investments vermelden. In der Erhebung zum FNG-Marktbericht 2022 konnten wir eine Gesamtsumme verantwortlicher Investments von 2,2 Billionen Euro ermitteln. Darin inkludiert sind nachhaltige Geldanlagen, die um 50 Prozent auf 501,4 Milliarden Euro gestiegen sind.



Der Marktanteil nachhaltiger Publikumsfonds, Mandate und Spezialfonds wuchs um 3,0 Prozentpunkte auf 9,4 Prozent. Insbesondere Publikumsfonds legten mit 130 Prozent noch stärker zu als in den Vorjahren und überholten die nachhaltigen Spezialfonds und Mandate deutlich. Private Anleger:innen etablierten sich als Wachstumstreiber; ihr Anlagevolumen verdreifachte sich auf 131,2 Milliarden Euro – ein Wachstum von 230 Prozent. Die wichtigsten Anlagestrategien waren 2021 in Deutschland die ESG-Integration, Ausschlüsse und normbasiertes Screening. Mit ESG-Integration ist die explizite Einbeziehung von ESG-Kriterien bzw. -Risiken in die traditionelle Finanzanalyse gemeint.



dynamische Entwicklung von Impact Investments zeigt sich ebenfalls in der Vielfalt der Assetklassen: So konnten sich Aktien-, Renten-, Misch-, Immobilien- und Mikrofinanzfonds sowie Private Debt klar im Hinblick auf den beabsichtigten Impact positionieren.

Die Teilnehmenden des FNG-Marktberichts blicken mit jährlich steigendem Optimismus in die Zukunft nachhaltiger Geldanlagen: 40 % der

Dahinter steckt die Überlegung, dass verschiedene Nachhaltigkeitsaspekte eine finanzielle Relevanz („Materialität“) aufweisen, die sich unmittelbar auf den Unternehmenserfolg auswirkt. Ausschlusskriterien beziehen sich auf bestimmte Investments oder Investmentklassen wie Unternehmen, Branchen oder Länder. Im Jahr 2021 wurden am häufigsten Menschenrechtsverletzungen, Korruption und Bestechung sowie Arbeitsrechtsverletzungen ausgeschlossen. Normbasiertes Screening bezieht sich auf die Überprüfung von Investments nach Konformität mit bestimmten internationalen Standards und Normen.

Durch das steigende Interesse an nachhaltigen Investments stellt sich immer dringlicher die Frage nach der Wirkung und der Wirkungsmessung. Das betrifft vor allem Impact Investments, die neben einer finanziellen Rendite auch einen positiven Beitrag zur Lösung von ökologischen und/oder sozialen Problemen leisten. Das FNG hat hierzu Anfang 2021 eine Arbeitsgruppe ins Leben gerufen, um den Austausch von FNG-Mitgliedern zum Thema Impact zu fördern. Daraus entstanden sind zwei Publikationen: Die erste Publikation führt in das Thema Impact ein und erläutert den strategischen Stellenwert für den Markt nachhaltiger Geldanlagen; die zweite Publikation baut darauf auf und liefert zehn Praxisbeispiele zu Impact-Fonds. Die

Teilnehmenden rechnen 2022 mit einem Wachstum nachhaltiger Geldanlagen von über 30 %.

Diese dynamische Entwicklung werden wir als FNG weiter durch die Bereitstellung von aktuellen und umfassenden Informationen für die breite Öffentlichkeit, für Anleger·innen sowie Entscheidungsträger·innen aus Politik, Wirtschaft und Wissenschaft begleiten.



Sascha Görlitz
Geschäftsführer

Impact und attraktive Renditen – Es braucht beides

RAMES MUNSCHIZADA & FELICIA HEDBERG // ALPHA ASSOCIATES AG

Attraktive, risikobereinigte Marktrenditen zu erzielen und Nutzen für die Gesellschaft und die Umwelt zu schaffen galt lange Zeit als unvereinbar. Man war entweder ein philanthropischer Investor, der Impact über finanzielle Erträge stellte, oder ein „traditioneller“ Investor, der risikobereinigte Marktrenditen anstrebte, und das mit oder ohne ESG-Erwägungen. Was wäre aber, wenn ein Investor beide Ziele erreichen könnte? Dies sollte das Ethos von Impact Investing sein: „Doing well, whilst doing good“.

In den letzten Jahren hat sich Impact Investing rasant von einem Nischenphänomen in der Finanzlandschaft zu einer Mainstream-Anlagestrategie entwickelt, getrieben vom wachsenden Bewusstsein für Klimawandel, Umweltzerstörung und soziale Ungleichheiten sowie der Erkenntnis, dass im Interesse unserer Generation und nachfolgender Generationen dringend die „Notbremse“ gezogen werden muss. Diese Entwicklungen haben Impact Investing zuoberst auf die Agenda institutioneller Anleger gerückt.

Renditen und der gute Zweck

Eine Vielzahl großer und kleiner institutioneller Anleger hat Impact-Strategien bereits in ihre Anlagestrategien integriert und eigene Impact-Allokationen verabschiedet. Der niederländische Pensionsfonds PGGM beispielsweise hat sich zum Ziel gesetzt, Rentnern gute Rentenleistungen in einer lebenswerten Welt zu liefern und rund EUR 53 Mrd. (bzw. 18 % des verwalteten Vermögens per Q4 2021) in Anlagen investiert, die mehrere der 17 UN-Nachhaltigkeitsziele (United Nations Sustainable Development Goals oder „SDGs“) unterstützen.

Die Liste institutioneller Investoren, die sich mit Impact-Themen befassen und im Bereich Impact eine Vorreiterrolle einnehmen wollen, wird immer länger. Allen ist allerdings gemein, dass sie als Treuhänder ih-

rer Kunden und Stakeholder vor allem beauftragt sind, ökonomische und finanzielle Ziele zu erreichen. Pensionseinrichtungen, Versicherungen und Staatsfonds müssen sowohl risikoadjustierte Marktrenditen erwirtschaften als auch den Ansprüchen ihrer Kunden und Stakeholder nach ökologisch und sozial verantwortlichem Handeln nachkommen. Mit anderen Worten: Finanzielle Erträge dürfen gesellschaftlichem und ökologischem Impact nicht zum Opfer fallen und andererseits darf gesellschaftlicher und ökologischer Impact bei Investitionsentscheidungen nicht außer Acht gelassen werden. Was lange Zeit ein Dilemma war, wird mit der fortschreitenden Entwicklung des Impact-Anlageuniversums zunehmend zur Synthese: Investitionen in Lösungen zur Erreichung der UN-Nachhaltigkeitsziele ermöglichen es institutionellen Anlegern, ihr Vermögen gleichzeitig renditewirksam anzulegen und in aktuelle Impact-Themen und Geschäftsmodelle zu diversifizieren, die größtenteils vor Konjunkturschwüngen geschützt und oft widerstandsfähiger gegenüber wirtschaftlichen Schocks sind. Impact Investing ist naturgemäß auf Sektoren fokussiert, die schnell wachsen und von Makrotrends unterstützt werden, wie digital unterstützte Bildungs- und Gesundheitsangebote, sauberes Wasser und sanitäre Einrichtungen oder Klimaschutzmaßnahmen. Ein Geschäftsmodell mit Impact ist damit auch ein Geschäftsmodell mit soliden Renditeaussichten, und Impact-Geschäftsmodelle sind

nicht nur besser für Umwelt und Gesellschaft, sondern haben auch einen höheren finanziellen Wert.

Impact – nicht länger ein vages Versprechen

Impact-Investing hat sich in den letzten Jahren rasant weiterentwickelt. Die Zeiten der Verwirrung über grundlegende Definitionen und Inhalte, zweifelhafte Praktiken und Bedenken hinsichtlich der Messbarkeit von Auswirkungen liegen zu einem guten Teil hinter uns. Heute wird Impact-Investing durch eine stetig wachsende Zahl von institutionalisierten Organisationen, standardisierten Rahmenbedingungen und Prinzipienkatalogen unterstützt, wie z. B. das Global Impact Investing Network (GIIN), IRIS+, die IFC Operating Principles on Impact Management, die SDGs der Vereinten Nationen, die Impact Management Plattform (IMP) sowie die zunehmende Regulierung durch Regierungen und Behörden wie die EU-Verordnung über die Offenlegung nachhaltiger Finanzierungen (SFDR). Dies hat es Investoren und Managern ermöglicht, einen Konsens über die Definition und die Ziele von Impact zu finden und gleichzeitig Methoden zur Impact-Messung und zum Impact-Management herauszuarbeiten und kontinuierlich zu verbessern. Erhöhte Transparenz und detaillierte Reportinganforderungen ermöglichen den Vergleich von Branchen, Managern und Strategien und helfen bei der Bekämpfung von Greenwashing. Im Private Equity Impact Markt gibt es mittlerweile eine wachsende Anzahl an Impact-Fondsmanagern mit robusten Impact-Konzepten und soliden Track Records. Viele davon legen bereits Impact-Fonds der zweiten oder dritten Generation auf und können dementsprechend auf größere Datenmengen zugreifen und eine verbesserte Transparenz schaffen. So können heute die Geschäftsmodelle sowie die finanzielle Tragfähigkeit von Impact-Strategien besser belegt und nachgewiesen werden. Diese Fortschritte haben Marktbedingungen und eine Vertrauensbasis geschaffen, die es institutionellen Anlegern vereinfachen, in Impact-Lösungen zu investieren, was das Wachstum des Impact-Markts deutlich vorangetrieben hat.

Laut GIIN wurden 2020 schätzungsweise insgesamt USD 715 Mrd. in Impact-Strategien verwaltet, ein Anstieg um 42 % gegenüber USD 502 Mrd. im Jahr 2019. Laut Holon IQ wurde 2021 eine Rekordsumme von USD 37 Mrd. in Venture Climate Tech investiert, ein Anstieg von 60 % gegenüber USD 23 Mrd. im Jahr 2020 und USD 15 Mrd. im Jahr 2019. Im ersten Halbjahr 2022 wurde mit USD 27 Mrd. ein neuer Rekord aufgestellt, und für 2022 wird erwartet, dass mehr als USD 40 Mrd. an Finanzmitteln in Impact-Themen fließen werden. Im Jahr 2021 wurde zum ersten Mal mehr als eine halbe Billion grüner Anleihen ausgegeben. Die International Finance Corporation (IFC) schätzt den Bedarf an Impact-Investitionen auf bis zu USD 26 Bio., davon USD 21 Bio. in Aktien und Anleihen und USD 5 Bio. in Privatmarktstrategien.

Obwohl das Impact-Investitionsvolumen zugenommen hat, reicht es noch lange nicht aus, um den Klimawandel zu bekämpfen. Trotz der verstärkten Einbindung der UN SDGs in die Anlagestrategien von Finanzmarktteilnehmern klafft nach wie vor eine riesige Finanzierungslücke von USD 4.2 Bio. pro Jahr, um die Klimaziele zu erreichen. Institutionelle Investoren sind daher aufgerufen, gezielt Klimaziele, Umweltziele, aber auch gesellschaftliche Ziele zu fördern, um die Welt zu schaffen, in der wir und nachfolgende Generationen leben können und wollen.

Attraktive Opportunitäten

Auch wenn der Kapitalbedarf zur Schließung der Finanzierungslücke überwältigend groß erscheint, sollte er im Kontext der enormen Investitionsmöglichkeiten betrachtet werden, die sich aus Makrotrends wie gesundes Leben, finanzielle Inklusion, bessere und lebenslange Bildung sowie innovative Lösungen zur Eindämmung des Klimawandels und zur Verringerung von Umweltschäden ergeben.

Die in den kommenden Jahrzehnten erforderliche globale Dekarbonisierung wird Investitionsmöglichkeiten im Climate Tech-Sektor bieten, die mit jenen zu Beginn der Internetrevolution vergleichbar sind. Gemäß dem PwC-Bericht „State of Climate Tech 2021“ boomen Investitionen in Climate Tech: Im Beobachtungszeitraum des Reports von zwölf Monaten beliefen sich diese auf insgesamt USD 87,5 Mrd. und machen mittlerweile 14 % der Risikokapitalinvestitionen aus. Allerdings ist das investierte Kapital derzeit unverhältnismäßig stark auf Climate Tech-Bereiche mit einem geringeren Gesamtemissionsreduktionspotenzial (Emission Reduction Potential oder „ERP“) ausgerichtet, während effektivere Technologien unterfinanziert sind. Beispielsweise haben im Analysezeitraum von 2013 bis H1 2021 leichte, batteriebetriebene E-Fahrzeuge mehr als 60 % der gesamten Finanzmittel erhalten, machen aber nur 3 % des gesamten ERP aus, und während die Mikromobilität nur 0,4 % des ERP ausmacht, hat diese 9 % der Finanzmittel erhalten. Im Gegensatz dazu bleiben Technologiebereiche mit einem hohem ERP wie Solar- und Windenergie, grüne Wasserstoffproduktion, Technologien zur nachhaltigen Nahrungsmittelerzeugung und Vermeidung von Nahrungsmittelverschwendung sowie Entwicklung von alternativen Lebensmitteln relativ unterfinanziert. Obwohl diese Technologien 81 % des kumulierten ERP bis 2050 ausmachen werden, haben sie laut PwC seit 2013 nur 25 % der gesamten Investitionsmittel erhalten.

Vor allem die grüne Wasserstoffproduktion und Lebensmitteltechnologien hinken in Bezug auf Innovationen in Forschung und Entwicklung hinterher. Hier spielen institutionelle Anleger eine entscheidende Rolle, wenn es darum geht, die Verbreitung dieser Technologien voranzutreiben, wie dies im Bereich der erneuerbaren Energien bereits der Fall ist. Die Kosten für erneuerbare Energien sind bereits stetig gesunken, die Länder sind bestrebt, ihre Abhängigkeit von Energieimporten zu verringern und Regierungen, Unternehmen und Verbraucher fokussieren sich zunehmend auf nachhaltige Energieproduktion.

Auch im Gesundheitsbereich bieten sich zahlreiche Möglichkeiten für Impact-Investitionen. 2021 flossen Rekordmittel in Höhe von mehr als USD 46 Mrd. in Bereiche wie erschwingliche (digitale) Gesundheitsversorgung sowie telemedizinische Geräte. Auch im Bildungssektor gibt es ein breites Spektrum von Impact-Investitionsmöglichkeiten, um möglichst vielen Menschen Zugang zu qualitativer Bildung und lebenslangem Lernen zu ermöglichen, sodass sie am Arbeitsmarkt teilnehmen und ökonomische wie gesellschaftliche Integration und Fortschritt erleben können. Im Jahr 2021 verzeichnete der Sektor Bildungstechnologie (EdTech), der Lösungen wie virtuelle Klassenzimmer, Lern-Apps und Nachhilfeunterricht anbietet, mehr als USD 20 Mrd. an Investitionen.

Die Zeit ist reif

Das rasante Wachstum des Impact-Marktes in jüngster Zeit zeigt, mit welcher Zuversicht und Überzeugung die Anleger heute ihr Kapital in Impact-Strategien investieren. Das schnelle Wachstum des weltweit verwalteten Impact-Vermögens ist zwar ein ermutigendes Signal für die Zukunft von Impact-Investitionen, dennoch kratzen wir weiterhin lediglich an der Oberfläche: Es wird mehr Kapital von institutionellen Anlegern benötigt, um die Auswirkungen des Klimawandels zu mildern und soziale Ungleichheiten zu beseitigen. Im Gegenzug erfordert die Aufstockung des institutionellen Kapitals den weiteren Ausbau des Angebots attraktiver Impact-Investitionsstrategien und Fonds, die auf institutionelle Anleger zugeschnitten sind. Der Impact-Privatmarkt und das Universum attraktiver Private Equity Impact-Fonds und -Manager wachsen stetig und bieten Anlegern Zugang zu qualitativ hochwertigen Anlagemöglichkeiten mit klar definiertem und messbarem Impact, und das nicht nur in Schwellenländern, sondern vor allem auch in den Industrieländern und damit vor unserer Haustür. Somit ist das einst ferne Versprechen „Doing well, whilst doing good“ in greifbare Nähe gerückt.



Rames Munschizada
Impact Private Equity
Alpha Associates AG



Felicia Hedberg
Legal I SFDR Spezialistin
Alpha Associates AG

ESG und die Auswirkungen auf den Immobilien-Investmentmarkt

SVEN CARSTENSEN // BULWIENGESA AG

Für fast 70 Prozent der institutionellen Investoren sind ESG-Kriterien von hoher oder sogar sehr hoher Bedeutung. Nägel mit Köpfen wollen fast 60 Prozent machen und bis Ende 2022 noch in Artikel-8- und Artikel-9-Fonds investieren. Schwierig ist jedoch die Frage zu beantworten, wie Nachhaltigkeitskriterien erfüllt werden können. Klar ist: Trotz der gesellschaftlichen Entwicklung in Richtung Nachhaltigkeit sind die Beweggründe der Unternehmen monetär getrieben.

Erkennbar ist schon jetzt: Zukünftig wird sich die deutliche Mehrheit der europäischen Immobilienfonds mindestens als Artikel-8 einstufen lassen. Mehr als 68 % der offenen Immobilien-Publikumsfonds in Europa sind derzeit schon als Artikel-8-Fonds konzipiert. Der Anteil der Immobilienfonds gemäß Artikel-9 sowie der Anteil nachhaltig ausgerichteter Fonds bei Spezialfonds sind dagegen noch vergleichsweise gering. Hintergrund dieser Entwicklung sind die Reportingpflichten von Banken, Investoren, anderen Finanzmarktteilnehmern und relevanten Unternehmen im Rahmen der SFDR und der die SFDR ergänzenden ökologischen Taxonomie-Verordnung. Zu diesen Unternehmen gehören heute alle Finanzmarktteilnehmer sowie große relevante Unternehmen (börsennotiert, 500+ Mitarbeiter). Die Definition der Unternehmen wird sich demnächst erweitern: Durch diese Reportingpflicht steigt das Interesse an Artikel-8- bzw. Artikel-9-Fonds erheblich. Die eingangs dargestellten Befragungsergebnisse, die bulwiengesa für die „Institutional Trends“ der Empira Gruppe durchgeführt hat, belegen das ebenfalls.

Ein Immobilienfonds, der sich als Artikel-8- oder gar Artikel-9-Fonds als nachhaltigen Fonds einstufen lassen möchte, muss transparent darstellen, welche eigenen ESG-Kriterien er sich zum Ziel setzt und wie er

diese erfasst; außerdem muss er über diese Kriterien regelmäßig berichten. Denn sobald ein Fonds mit einem nachhaltigen Schlagwort in die Vermarktung geht, ist er verpflichtet, sich mindestens als Artikel-8-Fonds einstufen zu lassen.

CO₂-Footprint und Net-Zero als häufigste ESG-Kriterien – mit großen monetären Effekten

Typische ESG-Kriterien der bisher bekannten Artikel-8- und Artikel-9-Immobilienfonds sind Zertifikate, Photovoltaik-Anlagen und – um Beispiele für das „S“ in ESG zu geben – bestimmte Anteile geförderten Wohnungsbaus oder die Umsetzung einer Obergrenze für Wohnungsmieten. Mit Abstand am häufigsten aber verfolgen diese Fonds eine CO₂-Emissionsreduzierung (bis hin zu Net-Zero) bzw. eine Reduzierung des Energieverbrauches als ein ESG-Kriterium für ihre Immobilienbestände.

Dieser Ansatz zeigt: Trotz der gesellschaftlichen Entwicklung zum Thema Nachhaltigkeit sind die Beweggründe der Unternehmen weiterhin monetär getrieben. Denn dieses ESG-Kriterium hat heute schon durch die seit Januar 2021 gültige CO₂-Besteuerung monetäre Effekte für den Investor. Dieses ESG-Kriterium verursacht allerdings auch einen hohen Datenbedarf.



Relevant für die Immobilienbranche ist Umweltziel Nr. 1 „Klimaschutz“

Neben der SFDR gibt es außerdem noch die ökologische Taxonomie-Verordnung der EU. Sie definiert für den ökologischen Teil zu ESG bestimmte Kriterien. Werden diese eingehalten, dürfen Wirtschaftstätigkeiten als taxonomiekonform bezeichnet werden. Dies erfolgt über sechs Umweltziele, von denen eines mindestens gefördert werden muss, während die übrigen fünf Ziele nicht signifikant geschädigt werden dürfen.

Für die Immobilienbranche ist Umweltziel Nr. 1 „Klimaschutz“ relevant. Ab Januar 2023 sollen für Immobilienaktivitäten zusätzlich die jeweils im Entwurf vorliegenden Umweltziele Kreislaufwirtschaft, Biodiversität und Vermeidung/Verminderung von Umweltverschmutzung relevant und anwendbar sein. Schaut man sich die einzelnen für Immobilienaktivitäten relevanten ESG-Kriterien der ökologischen Taxonomie an, so spielen zu Umweltziel Nr. 1 insbesondere der Primärenergieaufwand und der Energieeffizienzausweis eine Rolle. Für die übrigen immobilienmarktrelevanten Umweltziele geht es häufig um Monitoring und zusätzlich als neue Dimension um das Vorlegen und Kontrollieren von Konzepten – so muss dann bei Immobilienakquisitionen etwa ein Konzept zur Biodiversität vorliegen – und um die Standortwahl. Für Bauaktivitäten relevant sind beispielsweise ein moderater Wasserverbrauch, der Ausschluss bestimmter Materialien und sensibler Standorte, die Untersuchung potenziell kontaminierter Standorte, die Reduzierung von Luft- und Lärmemissionen sowie die Einhaltung bestimmter Recyclingmindestquoten und EU-Protokollvorgaben.

Nicht mehr jeder Mieter passt: Green Lease und Transparenz bestimmen Vermietungen

Auf dem Investmentmarkt wie auch auf dem Vermietungsmarkt sind erste Effekte der SFDR sowie der

Taxonomie zu erwarten. Durch den Datenbedarf unter anderem zu Verbrauch in einer Immobilie werden sogenannte Green-Lease-Verträge zunehmend wichtig.

Im gewerblichen Immobilienmarkt in Deutschland sind solche Verträge im Gegensatz zu anderen europäischen Ländern noch nicht so stark etabliert und entsprechend kaum sichtbar. So stellt sich derzeit die Frage, wie man Nutzer motivieren kann, energieeffizient die Räume zu nutzen und regenerative Energien zu verwenden. Besonders anspruchsvoll wird die Umsetzung solcher Verträge im Wohnungsmarkt sein. Unter anderem steht der strenge deutsche Datenschutz einer leichten Umsetzung solcher Verträge hier im Weg. Bei den gewerblichen Mietern darf ebenfalls nicht der Aufwand unterschätzt werden, den solche Vertragsgestaltungen z. B. in der Umstellung der Bewirtschaftungspläne der Mieter mit sich bringen können.

Aus Sicht eines Immobilieneigentümers muss umgekehrt im Rahmen von SFRD und Taxonomie berücksichtigt werden, dass nicht mehr jeder Mieter passend sein wird. Zwar scheinen Büromieter aus dem Bereich der Förderung fossiler Energien neuesten Aussagen der ESMA zufolge akzeptabel zu sein. Artikel-8-, Artikel-9-Fonds und berichtspflichtige Endinvestoren werden allerdings zunehmend mit sogenannten Blacklists, also Ausschlusslisten, arbeiten, um wenigstens die Governance-Mindestanforderungen der SFDR zu erreichen. Unternehmen mit Bezug zu den Segmenten Waffen, Tabak etc. werden demnach unerwünscht sein. Aber offen ist, ob das z. B. auch eine Wirtschaftskanzlei betreffen kann, deren Hauptkunde ein tabakproduzierendes Unternehmen ist. Wie schnell werden Asset-Manager ihr Mieterportfolio „aufräumen“? Und welche Auswirkungen haben diese Blacklists auf die Mietniveaus und die Standortwahl solcher Unternehmen? Hier ist ebenfalls Marktbeobachtung wichtig.

Perspektive

Mit der neuen Bundesregierung sind Nachhaltigkeit und insbesondere die Klimapolitik in Deutschland weiter ins Zentrum gerückt. Themen wie Kreislaufwirtschaft werden verstärkt in den Fokus genommen, so unter anderem mit dem neuen Gebäuderessourcenpass, der nicht nur Energieverbrauch und Sparsamkeit bewertet, sondern auch die Nachhaltigkeit des verwendeten Baumaterials und der angewendeten Verfahren – und das über den gesamten Lebenszyklus einer Immobilie hinweg.

Die Anforderungen an Datenmanagement und -auswertung, an die Transparenz im Immobilienmarkt und der Bedarf an Informationen und Gesprächen zur Klärung offener Fragen nehmen weiter zu, natürlich auch auf EU-Ebene. Dort wird die soziale Taxonomie noch einige interessante Aspekte für die Immobilienwirtschaft bereithalten. Auf europäischer Ebene ist es dabei wichtig, die Regulierungen mit weiteren internationalen Nachhaltigkeitsansätzen zu synchronisieren, wie z. B. dem International Sustainability Standards Board (ISSB), der international agierenden IFRS-Foundation. Denn Nachhaltigkeit und insbesondere das drängende Ziel der Klimaneutralität können sinnvoll nur auf globaler Ebene wirken. Bis dahin besteht insbesondere für international agierende Unternehmen im Immobilienmarkt weiterhin das große Problem, zwischen verschiedenen Regularien und Standards agieren zu müssen.

Ohne Berücksichtigung einer nachhaltigen Bauweise und einer nachhaltigen Nutzung wird es für den Investor in Projektentwicklungen jedenfalls deutlich schwieriger werden, Steigerungen der Spitzenmieten zu erzielen und Kaufinteressenten im Falle eines Weiterverkaufes zu finden. Bei solchen „nicht-nachhaltigen“ Objekten sind zukünftig Preisabschläge im Exit bei Weiterverkauf sehr wahrscheinlich.



Sven Carstensen
Vorstand
bulwiengesa AG

Noch ein Punkt: Aufgrund des sich wandelnden Zinsumfelds steigen derzeit die Anfangsrenditen bei Immobilieninvestitionen. Inwieweit diese Tendenz auch bei besonders nachhaltigen Produkten greift, bleibt abzuwarten. Bei besonders nachhaltigen Objekten wird der Renditeanstieg weniger zum Tragen kommen.



Auszeit vom Kapitalmarkt gefällig?

Jetzt buchen:
www.benglerwald.at





Kirchliche Investmentkultur aus evangelischer Perspektive

DR. KARIN BASSLER // ARBEITSKREIS KIRCHLICHER INVESTOREN IN DER
EVANGELISCHEN KIRCHE IN DEUTSCHLAND (AKI)

Kirchliche Investmentkultur¹ – die Zusammenstellung dieser beiden Begriffe galt noch vor 20 Jahren in Deutschland nahezu flächendeckend als Widerspruch in sich, und zwar vor allem bei denjenigen, die sich einer der beiden Seiten zugehörig fühlten: Kirche oder Geldanlage.

Nicht wenige sehen das bis heute so. Manche Theologen – Professorinnen und Pfarrer – sowie Beschäftigte kirchlicher und kirchennaher Organisationen sehen sich selbst als außerhalb aller ökonomischen Zusammenhänge stehend und darum zum Moralisieren über die andere Seite berufen. Daran, wie das Geld erwirtschaftet wird, mit dem ihre zuverlässig steigenden Bezüge und sicheren Pensionen bezahlt werden, verschwenden sie keinen Gedanken, ebenso wenig wie an komplexe Zusammenhänge und aktuelle Entwicklungen in der Finanzwirtschaft. Mit erhobenem Zeigefinger und von oben herab wenden sie sich ausschließlich mit Mahnungen, Forderungen und Verurteilungen an den Finanzsektor und seine Akteure. Das Totschlagargument vom alles dominierenden Neoliberalismus liefert ihnen die Begründung dafür, das Finanzsystem pauschal als totalitären, imperialen Finanzkapitalismus, als Gierökonomie² und Götzendienst³ zu bezeichnen.

Aber auch die andere Seite ist nicht zimperlich. Ein Fachmagazin für institutionelle Investoren bezeichnete noch bis vor wenigen Jahren jede ethisch oder nachhaltig motivierte Überlegung zu Geldanlagen als Tugendterror⁴ und Gutmenschen-Gehabe.⁵ Ethisch-nachhaltige Ausschlusskriterien wurden als Investmentverbote diskreditiert und „Investmentverbote sind Vorläufer von Denkverboten und Gängelungen der Bürger. Zudem haben sie einen totalitären Kern, der an unsäglichste, längst überwunden geglaubte Zeiten erinnert“⁶ – mit diesem Zitat (ausgerechnet aus einem Artikel zum Norwegischen Pensionsfonds!) hat das Niveau der Auseinandersetzung einen kaum mehr zu unterbietenden Tiefpunkt erreicht. Noch 2018 illustrierte dieses Magazin eine Meldung darüber, dass sich kirchliche Investoren – darunter eine kirchliche Bank und die im Arbeitskreis Kirchlicher Investoren (AKI) versammelten evangelischen institutionellen Anleger – in

1 Der Beitrag beruht unter anderem auf zwei nicht-veröffentlichten Texten, die nicht im Einzelnen zitiert werden: dem Theologischen Begleitheft zur 3. Auflage des Leitfadens für ethisch-nachhaltige Geldanlage vom Februar 2017 (Karin Bassler: Theologische Impulse zu kirchlichen Geldanlagen) und Thesen zur Wirkung von Sustainable Finance vom November 2019, die von drei Mitgliedern des Sustainable Finance-Beirats der Bundesregierung (Helge Wulsdorf, Antje Schneeweiß, Karin Bassler) für dessen Zwischenbericht verfasst wurden.

2 <https://ulrich-duchrow.de/wp-content/uploads/2017/02/0000-Buch-Gieriges-Geld-komplett-9783466370696.pdf>

3 https://www.sozialismus.de/kommentare_analysen/detail/artikel/religionen-als-bundesgenossen-fuer-kapitalismuskritik/

4 <https://www.institutional-money.com/news/maerkte/headline/basler-pensionskassen-halten-an-boeser-nahrungsmittelspekulation-fest-kommentar-50226/>

5 <https://www.institutional-money.com/news/maerkte/headline/vergewaltigt-und-degradiert-zum-spielball-der-politik-norwegens-staatsfonds-kommentar-48032/>

6 Ebd.

einem offenen Brief für eine nachhaltige Finanzindustrie einsetzten, mit dem Foto einer mehrschwänzigen Peitsche über einer Handvoll Dollarscheinen.⁷ Einigkeit herrschte zwischen den beiden Seiten immer nur darüber, dass die jeweils andere als totalitär zu brandmarken ist.

Wandel

Angesichts dieser kriegerischen Rhetorik und der verhärteten Fronten ist es umso bemerkenswerter, was 2008 geschah. Es war ein wesentlicher Meilenstein auf dem Weg zu einer evangelisch-kirchlichen Investmentkultur, als zwei Wochen vor der Insolvenz der US-Investmentbank Lehman Brothers, die das globale Finanzsystem an den Rand des Zusammenbruchs brachte, eine Zusammenstellung von Beiträgen erschien zu „Stand und Perspektiven ethischen Investments in der evangelischen Kirche“.⁸ Darin wurde u. a. der Begriff Generationengerechtigkeit im Zusammenhang mit kirchlichen Geldern erörtert, die als Versorgungsleistungen oder Rücklagen für die Erhaltung von Bausubstanz langfristig auf den Finanzmärkten angelegt werden. Diese Anlagen sind erforderlich, damit kommenden Generationen nicht die Finanzlasten der Gegenwart aufgebürdet werden – was angesichts langfristig sinkender Gemeindemitgliederzahlen alles andere als gerecht wäre. Auch diese Investments müssten „den ethischen Ansprüchen eines kirchlichen Finanzmanagements genügen“, hieß es bereits 2008. Vorgeschlagen wurde eine dementsprechende „kirchenspezifische Definition ethischer Geldanlagen“: **„Ein Investment soll uns und unseren Partnern und deren Partnern Nutzen bringen und nicht schaden. Partner in diesem Sinne sind auch: unsere Umwelt, unsere Mitwelt und unsere Nachwelt.“**

Während an den Finanzmärkten die neue Zeitrechnung „nach der Finanzkrise“⁹ begann und die Folgen eines unregulierten und verantwortungslosen Strebens nach dem schnellen Geld immer deutlicher wurden, beschloss der Rat der EKD, einen Arbeitskreis einzuberufen, dem die größten Anleger im evangelischen Raum angehörten, und der einen Leitfadens zum ethischen und nachhaltigen Investment entwickeln sollte. Beauftragt wurden im Wesentlichen die Autoren und Autorinnen der Bestandsaufnahme vom September 2008: bereits in Bezug auf Nachhaltigkeit persönlich engagierte kirchliche Finanzverantwortliche von EKD, Landeskirchen, evangelischen Versorgungs- und Pensionskassen, Kirchenbanken und diakonischen Einrichtungen. Im Januar 2009 traf sich dieser seinerzeit 15-köpfige Kreis unter Hinzuziehung kirchlicher Nachhaltigkeitsexpertise zu seiner ersten Sitzung und formulierte zunächst eine Standortbestimmung und eine Definition ethischer Geldanlagen. Diese wurden vom Rat der EKD Anfang 2010 bestätigt und der Arbeitskreis machte sich an die Entwicklung des Leitfadens für ethisch-nachhaltige Geldanlage in der evangelischen Kirche.¹⁰

2011 war der nächste Meilenstein erreicht, als der Leitfadens für ethisch-nachhaltige Geldanlage als Heft 113 der Reihe EKD-Texte veröffentlicht wurde. Schon seit der 3. Auflage 2016 ist der Leitfadens das am häufigsten abgerufene und angeforderte Heft dieser Reihe. Darin werden vor allem die Instrumente wie Ausschluss- und Positivkriterien, Direkt-, Themen- und Impactinvestments sowie Engagement vorgestellt und ihre Umsetzung in der Praxis beschrieben. Der Leitfadens versteht sich als ein Kompendium von Standards von Verantwortlichen im kirchlichen Finanzmanagement für Kolleginnen und Kollegen, stieß aber schnell auf größere

⁷ <https://www.institutional-money.com/news/regulierung/headline/nachhaltigkeitsbuendnis-will-institutionellen-gewisse-assets-verbieten-142842/>

⁸ Gemeinschaftswerk der Evangelischen Publizistik (Hg.), Stand und Perspektiven ethischen Investments in der evangelischen Kirche, epd-Dokumentation 37/2008.

⁹ Kirchenamt der EKD (Hg.), Wie ein Riss in einer hohen Mauer. Wort des Rates der EKD zur globalen Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise, EKD Texte 100, 2009.

¹⁰ Kirchenamt der EKD (Hg.), Leitfadens für ethisch-nachhaltige Geldanlage in der evangelischen Kirche, EKD Texte 113, 4. Aufl. 2019.

Resonanz. 2019 ist er aktualisiert und erweitert in der 4. Auflage erschienen. Autor ist nach wie vor der AKI, in dem inzwischen 46 Mitglieds- und sieben Partnerorganisationen aktiv sind.

Zu den Mitgliedern zählen alle Gliedkirchen der EKD, die evangelischen Banken und Kassen, zunehmend mehr diakonische Einrichtungen und Stiftungen, aber zum Beispiel auch die Communität Christusbruderschaft Selbitz, eine Pionierin des ethischen Investments, und der Deutsche Evangelische Kirchentag. Partner des AKI können kirchliche oder kirchennahe institutionelle Investoren und deren Vereinigungen werden, die nicht evangelisch oder in Deutschland angesiedelt sind; Beispiele sind die Evangelisch-reformierte Landeskirche des Kantons Zürich, CRIC (Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage) sowie die Organisationen kirchlicher Investoren in Großbritannien und den Niederlanden, CIG (Church Investors Group) sowie De Nieuwe Beurskoers. Kürzlich wurde die Weltgemeinschaft Reformierter Kirchen als siebente AKI-Partnerorganisation willkommen geheißen. Insbesondere für das immer wichtiger werdende kollaborative Engagement kirchlicher Investoren, aber auch für den Informationsaustausch und die internationale und ökumenische Vernetzung ist diese Möglichkeit der Verpartnerung besonders wertvoll. Das Ergebnis der gemeinsamen Arbeit der Mitglieder und Partner im AKI ist so überzeugend, dass die Leserinnen und Leser eines Magazins für institutionelle Anleger (eines anderen als das eingangs zitierte!) mit ihrem Votum für den „Vordenker-Award“ 2019 befanden, die gestiegene Aufmerksamkeit für nachhaltige Kapitalanlage sei ganz entscheidend dem vom AKI entwickelten Leitfadens zu verdanken: „Auch wenn der Leitfaden von einem christlichen Gedanken ausgeht, bietet er weit darüber hinaus Orientierung, wie mit zunehmenden gesellschaftlichen Anforderungen an die

Kapitalanlage verantwortungsvoll umzugehen ist.“¹¹ Jüngstes Beispiel dafür, dass AKI-Mitglieder auch 2020 zu den Impulsgebern der ethisch-nachhaltigen Geldanlage gehören, ist die im Juni veröffentlichte Klimaselbstverpflichtung des deutschen Finanzsektors. Unter den 16 Erstunterzeichnern sind drei AKI-Mitglieder, die sich nach ausgiebigen internen Diskussionen zu diesem Schritt entschlossen haben.

Kirchliche Investmentkultur aus evangelischer Perspektive hat sich im AKI über die Jahre hinweg entwickeln können. Vertrauen ist gewachsen zwischen den beteiligten Organisationen und Personen, die zwar eigenverantwortlich ihre Finanz- und Nachhaltigkeitsdienstleister sowie ihre Assetmanager auswählen und nach ihren jeweils eigenen Anlagerichtlinien investieren, aber sich aus ureigenem Interesse zusammengetan haben, um an ethisch-nachhaltigen Leitlinien für ihre Investments zu arbeiten und als kirchliche Anleger gemeinsam Engagement betreiben. Vertrauen ist aber auch gewachsen als Brückenschlag zwischen den eingangs angesprochenen Seiten Kirche und Theologie auf der einen sowie Geldanlage auf der anderen Seite. Viel dazu beigetragen, diese beiden Brückenköpfe zu verbinden, hat die sich langsam ausbreitende Anerkennung der Tatsache, dass Kirchen und kirchliche Organisationen selbst professionell vorgehende wirtschaftliche Akteure sind. Damit nehmen sie sich selbst auch als Trägerinnen von Kompetenz und Verantwortung auf den Finanzmärkten wahr und sehen ihre Rolle nicht nur darin, als Mahnerinnen und Richterinnen von einem Standpunkt außerhalb der Wirtschaft den Stab über andere zu brechen und das Geld anderer Leute verteilen zu wollen. Kirchen als Investoren stellen sich der Herausforderung, innerhalb der eigenen Organisation die Entkoppelung von Wirtschaft und Moral zu überwinden und sich theologisch reflektiert auf demselben (Börsen-)Parkett zu bewähren wie an-

¹¹ <https://www.portfolio-institutionell.de/awards-2019-dr-karin-bassler-ist-vordenkerin-der-nachhaltigen-kapitalanlage/>

dere Investoren. Denn „nur durch die Restriktionen und Dilemmata moralökonomischer Praxis hindurch lässt sich ein Ansehen in der Gesellschaft erreichen, das auf erprobte und nachvollziehbare wirtschaftliche und moralische Glaubwürdigkeit basiert.“¹²

Werte

Glaubwürdigkeit hängt davon ab, ob und wie Verantwortung wahrgenommen wird. Das entscheidende Stichwort, das kirchliche Investmentkultur aus evangelischer Perspektive geprägt hat und immer noch prägt, ist darum Verantwortung, und zwar Verantwortung vor Gott und vor den Menschen, die ihr Geld der Kirche anvertrauen. Mit diesem Stichwort setzt der Leitfaden seit der ersten Auflage 2011 im Vorwort ein. **„Ein [1] Subjekt verantwortet sich [2] für etwas ... [3] vor einer Instanz [4] in einer konkreten Praxissituation. ... Sein Antworten schließt ... die zukunftsgerichtete Dimension des [5] ‚Sorgens für‘ wie auch den auf zurückliegende Taten bezogenen Aspekt des [6] ‚Rechnenschaft-Ablegens vor‘ ein“.**¹³ Alle diese im „Handbuch Evangelische Ethik“ aufgeführten Relationen finden sich im Leitfaden wieder.

Verantwortliche Subjekte [1] sind die kirchlich-institutionellen Anleger.¹⁴ Sie verantworten sich [2] für die Folgen und Wirkungen der Geldanlage, also dafür, was mit dem von ihnen angelegten Geld geschieht. Begründet wird das damit, dass investiertes Geld Eigentum der Anlegerinnen bleibt. Daraus wird dann unter anderem der Einsatz von Engagement als Instrument ethisch-nachhaltiger Geldanlage abgeleitet, da der Investor die Verantwortung für die Verwendung seines eingesetzten Kapitals trägt. In den Formulierungen des Leitfadens mitgedacht, wenn auch nicht ausdrücklich erwähnt, ist Art. 14 Abs. 2 des Grundgesetzes:

„Eigentum verpflichtet. Sein Gebrauch soll zugleich dem Wohle der Allgemeinheit dienen.“ Als Instanzen, [3] vor denen sich die Anlegerinnen verantworten, nennt der Leitfaden Gott und die Menschen, und zwar konkret diejenigen, die ihr Geld der Kirche anvertrauen, um kirchliche Arbeit zu ermöglichen, also vor allem die Kirchensteuerzahlenden. Auch die Formulierung „Verantwortung vor Gott und den Menschen“ ist eine Anspielung auf das Grundgesetz, in dem Fall auf die Präambel, die mit den Worten der sogenannten Verantwortungsformel einsetzt: *„Im Bewusstsein seiner Verantwortung vor Gott und den Menschen ...“*. Die konkrete Praxissituation [4], in der die Anleger sich verantworten, ist der Umgang mit dem Geld in der Kirche, der gleichermaßen verantwortlich und einer ökonomischen Sachgesetzlichkeit entsprechend gehandhabt wird, und zwar als [6] rückblickende Rechenschafts-Ablage, z. B. vor Gremien, Beiräten, Synoden, allen denjenigen, die der Kirche Geld geben und der (Kirchen-)Öffentlichkeit und als [5] vorausschauende Sorge für die nachhaltige Entwicklung in Kirche und Welt im Sinne der Sustainable Development Goals der Vereinten Nationen (SDGs).

Engagement und Anlegerinitiativen kommen im Gegensatz zu den anderen Instrumenten ethisch-nachhaltigen Investments wie Ausschluss- und Positivkriterien nicht bei der Auswahl der Wertpapiere und Emittenten zum Einsatz, sondern sind Ausdruck der bleibenden Verantwortung der Anlegerin für ihr Eigentum. Die Wahrnehmung von Aktionärsrechten und der Dialog mit Unternehmen zielen darauf ab, die Unternehmensstrategien zu beeinflussen oder bestimmte Missstände abzuschaffen. Investoren setzen darauf, dass Unternehmen als institutionelle Verantwortungsträger genauso wie Einzelpersonen in der Lage sind, umzukehren, sich

¹² Wieland Josef, Die Kirche als ökonomischer Akteur. Einige Überlegungen am Beispiel des Interfaith Center of Corporate Responsibility (ICCR), in: Zeitschrift für Evangelische Ethik, 41 (1997) 142.

¹³ Reuter Hans-Richard, Grundlagen und Methoden der Ethik, in: Huber, Wolfgang et al. (Hg.), Handbuch der Evangelischen Ethik, 2015, 80.

¹⁴ Reuter macht ebd. deutlich, dass es sich bei den Verantwortungssubjekten „dank der Sozialtechnik der Stellvertretung“ auch um institutionelle Verantwortungsträger handeln kann.

zu ändern und sich zu (ver-)bessern. Dabei wollen sie sie unterstützen, denn Engagement setzt nicht auf Bestrafung, sondern auf den langfristigen Erhalt eines Unternehmens, das deshalb Bestand hat, weil es dadurch, wie es und was es an Leistungen erbringt, einen wertvollen Beitrag für die Gesellschaft leistet und zur Erfüllung der SDGs beiträgt.

In Unternehmensdialogen haben kirchliche Anleger besonders gute Karten: Zum einen addiert sich zu ihrem ökonomischen Gewicht das moralische Gewicht, das Kirchen gegenüber Unternehmen in die Waagschale werfen können. Und zum anderen haben kirchliche Investoren durch die Vernetzung der internationalen Ökumene – sei es durch Partner kirchlicher Entwicklungsorganisationen und Missionswerke oder durch ausländische Partnergemeinden – immer wieder die Möglichkeit, an verlässliche Informationen über problematische Geschäftspraktiken von Unternehmen und ihren Zulieferern zu gelangen, die sie in Engagementprozessen verwenden können, um die Beseitigung der Missstände einzufordern und dann auch zu kontrollieren. Druckmittel gegenüber den Unternehmen sind das Divestment und in letzter Konsequenz der Gang in die Öffentlichkeit. Allerdings erfordert ein christlich profiliertes Engagement, das die erwähnten Alleinstellungsmerkmale kirchlicher Investoren zur Anwendung bringt, einen hohen Zeit- und Ressourceneinsatz. Darum erscheinen hier Kooperationen in höchstem Maße sinnvoll – temporäre wie im Fall von Investorenstatements oder dauerhafte in Form von Investoreninitiativen und -plattformen. Im insgesamt spät gestarteten Engagementumfeld in Deutschland ist es dem AKI gelungen, eine „arbeitsfähige evangelische Plattform“¹⁵ zu etablieren und inzwischen auch schon einiges an Engagementerfahrungen zu sammeln. Ein gutes Beispiel für das kollaborative Engagement kirchlicher Investo-

ren ist das dreijährige Engagementprojekt zu existenzsichernden Löhnen in der Lieferkette der Textilindustrie.¹⁶ Wer im AKI Engagement betreibt, übernimmt Verantwortung für sein Eigentum und spricht andere Akteure auf ihre jeweilige Verantwortung an.

Wie Reuter im „Handbuch Evangelische Ethik“ betont, ist Verantwortung selbst kein Wertbegriff, sondern „eine Verantwortungsethik bleibt von Normen, Wertungen und Voraussetzungen abhängig, die sie selbst nicht begründen kann“.¹⁷ Auch darin ergeben sich Parallelen zur Verantwortungsformel im Grundgesetz, die nach dem sprichwörtlich gewordenen Diktum von Ernst-Wolfgang Böckenförde bedeutet, dass „der freiheitliche, säkularisierte Staat von Voraussetzungen lebt, die er selbst nicht garantieren kann.“ Die Nähe des Leitfadens zum Grundgesetz spiegelt die gewollt positive Beziehung wider, die von beiden Seiten aus zwischen Kirche und Staat in Deutschland besteht – natürlich bei strikter Beachtung ihrer prinzipiellen Trennung voneinander. Auch inhaltlich ist diese Beziehung vor allem durch den jüdisch-christlichen Begriff der Menschenwürde qualifiziert, auf deren Unantastbarkeit das Grundgesetz aufbaut (Art. 1 Abs. 1). Der auf Verantwortung beruhende Rahmen, der im Leitfaden aufgespannt ist, muss nun allerdings im kirchlichen Kontext mit inhaltlichen Werten und Normen gefüllt werden, d. h. es muss ein Bezug zum christlichen Glauben hergestellt werden.

Das geschieht im ersten Kapitel des Leitfadens „Erwartungen an kirchliche Geldanlagen – Eine Standortbestimmung“: Unter dieser Überschrift werden ein Vers aus dem Kolosserbrief, ein Abschnitt aus dem Kleinen Katechismus von Martin Luther und einige Sätze aus der Leuenberger Konkordie¹⁸ zitiert. Damit wird ausgesagt: Nichts, was die Kirche spricht, tut und regelt –

15 https://nbi.sankt-georgen.de/assets/documents/projects/DBK_Druckvorlage_Shareholder_Engagement_dt.pdf 12.

16 <https://www.aki-ekd.de/fileadmin/user/news/AKI-EngagementTextil.pdf>

17 Reuter Hans-Richard, Handbuch der Ethik, 82.

auch im Bereich ihrer Geldanlagen –, liegt außerhalb ihres Auftrags, sondern: „Alles was ihr tut mit Worten oder mit Werken, das tut alles im Namen des Herrn Jesus“ (Kol 3,17). Der Ausschnitt aus dem Kleinen Katechismus zum siebenten Gebot und die Nennung der Trias Gerechtigkeit, Frieden und Bewahrung der Schöpfung, mit denen der kirchliche Auftrag näher bestimmt wird, nehmen Bezug auf die Inhalte der Gebote, die im Zusammenhang mit kirchlichen Geldanlagen eine Rolle spielen. In der Erklärung der Zehn Gebote im Kleinen Katechismus hat Luther die Struktur vorgegeben, die erst den Mindeststandard des Do-no-harm-Ansatzes ausführt und diesen dann um eine positive Entsprechung des Handelns zum Glauben erweitert. Auch das siebente Gebot verbietet in der Auslegung Luthers nicht nur Diebstahl, unlauteres Geschäftsgebaren, Übervorteilung und betrügerischen Handel, die dem Nächsten Schaden zufügen, sondern fordert dazu auf, seine materielle Situation zu verbessern. Das Wohlergehen von Mensch und Natur soll also durch wirtschaftliche Aktivitäten nicht nur nicht beeinträchtigt, sondern vielmehr gefördert werden. Aber nicht nur Diebstahl fügt dem Nächsten Schaden zu, sondern auch Ungerechtigkeit, Unfrieden und Umweltzerstörung bedrohen seine materielle Existenzgrundlage.

Menschenwürde und Nächstenliebe sind also zentrale Werte der Investmentkultur (nicht nur) in der evangelischen Kirche; Menschenwürde ist unabhängig von einer wahrnehmbaren Würdigkeit des Menschen. Daraus folgt das besondere Schwergewicht im Nachhaltigkeitspektrum, das von kirchlichen Investoren auf soziale Aspekte und Menschenrechtsfragen gelegt wird. Unverletzbar Menschenwürde und unverlierbare Menschenrechte folgen daraus, dass Gott den Menschen zu seinem Ebenbild geschaffen und ihn als Sünder in Christus mit sich versöhnt hat. Darum wird nach biblischer und reformatorischer Ethik zwischen der Person

und ihren Taten unterschieden. Zu den Menschenrechten gehören nicht nur die klassischen bürgerlichen und politischen Freiheits- und Beteiligungsrechte der ersten Generation, sondern auch die wirtschaftlichen, sozialen und kulturellen Menschenrechte der zweiten Generation, die z. B. Rechte auf und in der Arbeit, auf soziale Sicherheit, Ernährung, Wohnen, Wasser, Gesundheit und Bildung umfassen.

Mit diesen Normen und Werten wird also der Verantwortungsbegriff gefüllt, der Ausgangspunkt der kirchlichen Investmentkultur ist. Kirche hat einen geistlichen Ursprung und Auftrag und ist gleichzeitig Teil der Welt, auf die ihr Auftrag bezogen ist. Darum ist auch ihr Umgang mit Geld und speziell ihre Geldanlage von zwei Polen bestimmt: zum einen von der nie erledigten Frage nach der Entsprechung zu den biblischen Geboten und ihrem Auftrag und zum anderen von den Anforderungen der Sachgemäßheit und Professionalität. Eine Geldanlage ist – etwa im Unterschied zu einer Spende – dadurch definiert, dass mit ihr auf professionelle Art und Weise ökonomische Ziele im Sinne von Rendite, Sicherheit und Liquidität verfolgt werden. Was nach dieser Definition keine Geldanlage ist, kann darum auch keine ethisch-nachhaltige Geldanlage sein. Grundsätzlich wird im Leitfaden davon ausgegangen, dass das Streben nach der Erreichung ökonomischer Ziele mit dem kirchlichen Auftrag in Einklang gebracht werden kann – wobei es sich dabei nicht um einen definierten Zustand handelt, sondern immer um einen Annäherungsprozess. Ethik, aufgeklärtes Selbstinteresse und Profit können Hand in Hand gehen, sie müssen es aber nicht. Ethisch-nachhaltige Ziele und das Rendite-Ziel (als Beispiel) bilden keine konstante Summe, bei der die Zuwächse bei einem Summanden durch die Abgänge beim anderen ausgeglichen werden müssen. Was auf keinen Fall stimmt, sind also grobe Vereinfachungen wie „Ethik muss wehtun!“¹⁹

18 Mit der Leuenberger Konkordie von 1973 wurde die Kirchengemeinschaft zwischen den lutherischen, reformierten und den aus ihnen hervorgegangenen unierten Kirchen sowie mit den ihnen verwandten vorreformatorischen Kirchen der Waldenser und der Böhmisches Brüder ermöglicht.

Geldanlagen werden nicht automatisch ethischer durch Gewinneinbußen. Verzicht auf Rendite ist kein moralisches Qualitätsmerkmal und die Befolgung von Gottes Geboten muss nicht wehtun.

Wirkung

Dadurch wird die Aufgabe kirchlicher Investoren umso komplexer. Keine einmal getroffene (Divestment-)Entscheidung, kein noch so ausgefeiltes Kriterium, kein Algorithmus entbinden kirchliche Investoren davor, immer wieder neu nach den Wirkungen ihrer Geldanlage zu fragen. Die Frage nach der Wirkung und ihrer Messung wird in den nächsten Jahren eines der zentralen Themen im Bereich Sustainable Finance sein – über das hinaus, was heute als Impact Investing bezeichnet wird. Was sich die Vorreiter ethisch-nachhaltiger Geldanlage lange Jahre über als pauschale Kritik anhören mussten, ist seit fünf Jahren Vergangenheit: Nachhaltigkeit ist nicht mehr länger ein vager, subjektiver Begriff, sondern seit der Verabschiedung der Agenda 2030 mit den SDGs im Jahr 2015 in 17 Zielen und 169 Unterzielen universal anerkannt definiert und konkretisiert. Dem wurde auch in der jüngsten Ausgabe des Leitfadens Rechnung getragen, in dem die SDGs als wesentlicher Bezugsrahmen für die Instrumente der ethisch-nachhaltigen Geldanlage eingeführt wurden. Inzwischen findet die Erkenntnis des AKI-Partners CRIC auch bei den Regulatoren und damit im Mainstream des Finanzsektors immer stärkere Anerkennung: **„Geld ist nicht neutral und wie wir unser Geld anlegen hat Auswirkungen auf den Zustand unserer Welt. ... Ethisch-nachhaltiges Investment ist demnach – neben vielen anderen Möglichkeiten – ein wichtiger Beitrag zur Gestaltung unserer Welt.“**²⁰

Die Wirkung nachhaltiger Investments tritt auf mehreren Ebenen in Erscheinung. Bevor jedoch vollmundig präsentiert wird, wie viel mit welcher Maßnahme auf welches SDG „eingezahlt“ werden kann, sollte eine sorgfältige Analyse stattfinden, was unter Wirkung zu verstehen ist.

Investitionsobjekte, zu denen unter anderem Unternehmen, Staaten, öffentliche Institutionen und Projekte zählen, benötigen Kapital; Investoren benötigen rentable Anlagemöglichkeiten. Knüpfen Investoren die Bereitstellung von Kapital an nachhaltige Bedingungen, so müssen Investitionsobjekte diese erfüllen, um ihre Existenz langfristig sichern zu können. Diese Zusammenhänge lassen sich mithilfe einer dreifachen Gliederung des Wirkungsbegriffs erfassen. Nachhaltige Investitionen als Input sollen folgende Wirkungen erzielen:

- Finanzielle Rendite als Output
- Nachhaltige Veränderungen der Investitionsobjekte als Outcome
- Beitrag zu den SDGs und damit zur nachhaltigen „Transformation unserer Welt“ (Agenda 2030) als Impact

Diese Differenzierung bildet ab, was in der Leitlinie für die Berichterstattung über nicht-finanzielle Informationen²¹ als doppelte Wesentlichkeitsperspektive bezeichnet wird (S. 4 f.) und auch im BaFin-Merkblatt zum Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken²² zur Anwendung kommt. Unterschieden wird zwischen finanzieller Wesentlichkeit (Outside-in-Ansatz) sowie ökologischer und sozialer Wesentlichkeit (Inside-out-Ansatz). Bei der finanziellen Wesentlichkeit geht es um die positiven und negativen Auswirkungen von ESG-Faktoren

19 https://www.zuv.fau.de/einrichtungen/presse/publikationen/erlanger-universitaetsreden/68_unirede_gerke.pdf

20 <https://www.cric-online.org/ethisch-investieren/was-ist-ethisches-investment>

21 [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC0620\(01\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC0620(01)&from=EN)

22 https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/dl_mb_Nachhaltigkeitsrisiken.pdf?sessionid=3B2372025D1A0271E2DAEA8DB7F17A22.1_cid383?__blob=publicationFile&v=9

auf den Wert des Unternehmens. Diese sind vor allem für Investoren von Interesse. Bei der ökologischen und sozialen Wesentlichkeit geht es um die positiven und negativen Auswirkungen der unternehmerischen Tätigkeiten bzw. des Geschäftsmodells auf Wirtschaft, Umwelt und Gesellschaft. Diese sind nicht nur für Shareholder, sondern auch für Stakeholder wie Mitarbeiterinnen, Verbraucher und Zivilgesellschaft von Interesse.

Die BaFin definiert diese als „Ereignisse oder Bedingungen aus den Bereichen Umwelt, Soziales und Unternehmensführung, deren Eintreten tatsächlich oder potenziell erhebliche negative Auswirkungen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie auf die Reputation eines Unternehmens haben können; dies schließt klimabezogene Risiken in Form von physischen Risiken und Transitionsrisiken ein.“ (S. 13). Sie folgt damit dem Outside-in-Ansatz. Die BaFin fordert von den von ihr beaufsichtigten Unternehmen, sie sollten im Hinblick auf den Umgang mit Nachhaltigkeitsrisiken (und ggf. Chancen) entweder eine eigenständige Strategie entwickeln oder die bestehenden Strategien entsprechend ergänzen. In diesem Zusammenhang geraten auch die etwaigen negativen Auswirkungen der eigenen Geschäftstätigkeit auf Nachhaltigkeitsfaktoren in den Blick (Inside-out-Ansatz), die im Zusammenhang mit der Akzeptanz bei Kundinnen und Mitarbeitern den langfristigen Unternehmenserfolg beeinflussen (S. 15).

Mit den Begriffen „Input“, „Output“, „Outcome“ und „Impact“, die unter anderem zur Evaluation der Wirkung von Projekten nach der „Theory of Change“ verwendet werden,²³ aber auch zur generellen Messung von Wirtschaftlichkeit herangezogen werden können (Output: Werden die Dinge richtig getan? Outcome/Impact: Werden die richtigen Dinge getan?), können

die Intentionen der Regulatoren erfasst werden. Auch lassen sich ebenso positive wie negative Wirkungen in verschiedenen Abstufungen beschreiben. Zweckmäßig wird die Verwendung des Wirkungsbegriffs dann, wenn der Outcomebegriff auf die jeweiligen Akteure bezogen und der Impactbegriff auf die gesamtgesellschaftlichen Einwirkungen angewandt wird. Zwischen Outcome und Impact wird immer eine Zuordnungslücke bestehen bleiben, da nicht zweifelsfrei festgestellt werden kann, ob bzw. in welchem Ausmaß eine Investition zum beabsichtigten Impact beigetragen hat. Alle direkten Zuordnungen zu Outcome und Impact können streng genommen nur mithilfe von randomisierten kontrollierten Studien erfolgen, was flächendeckend kaum praktikabel ist. Das enthebt Investoren jedoch nicht der Verantwortung, mit allen verfügbaren Instrumenten immer wieder neu die Frage zu beantworten, ob sie „die richtigen Dinge tun“. Mit einem derart erweiterten Wirkungsbegriff kann auch der Unterschied zwischen konventioneller und nachhaltiger Finanzwirtschaft deutlich gemacht werden. Nicht nur Output, sondern auch Outcome und Impact werden evaluiert und sind Steuerungsgrößen einer Anlageentscheidung.

Für kirchliche Investoren haben Outcome und Impact noch eine weitere Dimension, die mit dem oben erwähnten Brückenschlag zwischen Kirche und Finanzsektor zusammenhängt. Als Anlegerin und wirtschaftliche Akteurin betätigt sich die Kirche auf den Finanzmärkten und arbeitet dort mit verschiedenen weiteren wirtschaftlichen Akteuren zusammen. Indem kirchliche Anleger dies mit einem ebenso klar erkennbaren wie glaubwürdigen kirchlichen Profil tun, bewirken sie etwas Zusätzliches: Sie bringen kirchliche Kompetenz und kirchliches Zeugnis zur Geltung.

23 Vgl. KfW, Die Sustainable Development Goals – SDG-Berichterstattung bei Banken, September 2019, S. 4.

- Im Gespräch mit Anbietern entsprechender Anlageprodukte und Nachhaltigkeitsdienstleistungen wird der Markt für ethisch nachhaltige Finanzinstrumente dazu angeregt, ein den kirchlichen Vorstellungen entsprechendes Angebot vorzuhalten und weiter auszubauen.
- Kirchliche Anleger stehen als Ansprechpartner Banken, Nachhaltigkeits- und Finanzdienstleistern zur Verfügung und entwickeln mit ihnen gemeinsam Perspektiven für eine ethischere Grundlegung der Kapitalmärkte.
- Kirchliche Anleger bringen kirchliche Positionen in den Dialog mit Unternehmen, Verbänden, Regierungs- und Nicht-Regierungsorganisationen ein und prägen so die gesellschaftliche Debatte in Umgebungen und Bereichen, die ansonsten von kirchlicher Kommunikation nur schwer erreicht werden.
- Kirchliche Anleger vertiefen die ökumenische und internationale Zusammenarbeit der Kirchen auf der Ebene kirchlicher Investorengruppen. Sie verbinden ihre Wertemacht mit einer langfristigen, generationenübergreifenden Ausrichtung ihrer Anlagestrategie und können im Verbund ihre Rolle als Impulsgeber von ethisch-nachhaltigen Investments noch besser wahrnehmen. Solche Kooperationen bergen das Potenzial, christliche Anliegen stärker wahrnehmbar auf den Finanzmärkten zu vertreten und dort als Zeuginnen und Zeugen aufzutreten, die aufgrund ihrer ökonomischen und moralischen Glaubwürdigkeit auch Gehör finden.

Fazit und Ausblick

Kirchliche Investmentkultur aus evangelischer Perspektive in Deutschland hat sich in den letzten 20 Jahren stark entwickelt. Aus einzelnen Ansätzen einer Handvoll von Visionärinnen und Visionären ist früh schon die Erkenntnis unter institutionellen Investoren in Kirche und Diakonie erwachsen, dass dieses Thema nur gemeinsam sinnvoll angegangen werden kann – nicht in dem Sinne, dass die eigenverantwortlichen Entscheidungen infrage gestellt würden und alle sich auf denselben Satz von Instrumenten oder eine gültige Methode einigen müssten. Die Freiheit der einzelnen Finanzverantwortlichen blieb immer und bleibt weiterhin erhalten. Aber es wurde mit dem AKI eine Plattform geschaffen, die nicht nur Austausch, kollegiale Beratung und gemeinsame Nutzung von Expertise, sondern auch gemeinsames Handeln nach außen ermöglicht, insbesondere, was Engagement betrifft. Als Avantgarde ethisch-nachhaltiger Anleger haben kirchliche Investoren in einer Außenseiterposition begonnen und sich nun in einem sich wandelnden regulatorischen Umfeld zurechtzufinden, für das Nachhaltigkeit immer mehr zur Norm wird. Austausch und Kooperation gewinnen dadurch weiter an Bedeutung, denn der Brückenschlag zwischen den beiden Seiten Kirche und Geldanlage verliert seine in diesem Beitrag beschriebenen Besonderheiten nicht.

Der nächste Schritt wäre die konsequente Weiterentwicklung hin zu einer konfessionsübergreifenden kirchlichen Investmentkultur. Was bei den internationalen AKI-Partnern aus Großbritannien und den Niederlanden von Anfang an selbstverständlich war und im Gegenüber zu Unternehmen und in der Öffentlichkeit sehr zur Glaubwürdigkeit kirchlicher Akteure beiträgt: eine ökumenische Plattform kirchlicher Investoren; das wäre auch in Deutschland ausgesprochen wünschenswert.

Evangelische und katholische institutionelle Investoren könnten gemeinsam mit verdoppelter Finanzmacht und verstärkter Wertemacht vor allem im Engagement noch deutlich mehr bewirken als bisher – zugunsten einer nachhaltigen Transformation der Welt und im Zeugnis für den einen Herren der Kirche, den einen Glauben und den einen Gott und Vater aller, der ist über allen und durch alle und in allen (Eph 4,5 f.).



Dr. Karin Bassler
Geschäftsführerin
Arbeitskreis Kirchlicher Investoren in der evangelischen
Kirche in Deutschland (AKI)

Privatmarktanlagen

INTERVIEW // DR. PETRA SALESNY & OLIVER FAULSTICH

Privatmarktanlagen oder neudeutsch Private Markets sind heute aus den Portfolios deutscher institutioneller Investoren nicht mehr wegzudenken. In der Periode der niedrigen Zinsen haben Sie vielfach für Stabilität in den Portfolios, fortlaufend ansteigende Marktwerte (NAVs) und teilweise stabile Ausschüttungen gesorgt. Das Feld an Private Markets Fonds wird immer größer und vielfältiger und der Analyseprozess immer aufwendiger. Viele Strategien und Manager sind laufend zu hinterfragen und die aufsichtsrechtliche Einordnung ist für viele Investoren ein wichtiges Auswahlkriterium.

Oliver Faulstich: Alpha Associates bietet Dachfonds und Mandatslösungen für institutionelle Kunden in Private Debt, Infrastruktur und Private Equity an. An welche Investoren wenden Sie sich vor allem mit Ihrem Angebot?

Dr. Petra Salesny: Es freut uns sehr, bereits mehr als 60 deutsche VAG- und SGB-Investoren mit unseren Private Debt-, Infrastruktur- und Private Equity-Programmen in Deutschland zu bedienen. Unsere Programme sind hinsichtlich Strategie, Risiko-/Renditeprofil, Cashflow-Profil, rechtlicher Struktur und Reporting auf diese Kundengruppen ausgerichtet und maßgeschneidert.

Faulstich: Für welche Assetklassen und Strategien sehen Sie aktuell die höchste Nachfrage von institutionellen Investoren in Deutschland?

Salesny: Private Debt ist im anhaltenden Niedrigzinsumfeld nach wie vor eine sehr stark gefragte Assetklasse, bei EUR-basierten Anlegern wie in Deutschland vor allem unsere europäischen Multi-Manager-Programme für traditionelle, erstrangig besicherte Unternehmenskredite. Anleger schätzen diese Assetklasse, da sie ganz am konservativen, defensiven Ende von Private Debt und Privatmarktanlagen überhaupt angesiedelt ist und mehr als 5 % netto Rendite bei regelmäßigen Zinsausschüttungen generiert. Es gibt hierbei keine J-Curve und das Kapital kommt schnell zum Arbeiten, da die Abrufgeschwindigkeit von Private Debt-Fonds schnel-

ler ist als von Private Equity- oder Infrastrukturfonds. Viele deutsche VAG-Anleger schätzen vor allem unsere Alpha European Private Debt-Programme, die wir über Schuldverschreibungen mit A-Rating anbieten, sodass sie unter §2 Abs.1 Nr. 10a) der Anlageverordnung eingeordnet werden können und weder die Beteiligungsquote noch die Risikokapitalquote belasten. Daneben betreuen wir eine Reihe von großen Mandatskunden, für die wir Private Debt-Portfolios in Europa und den USA bauen und in allen Aspekten verwalten.

Faulstich: Wie differenziert sich Ihre Private Debt Strategie von der anderer Marktteilnehmer?

Salesny: Die Zielfonds und maßgeschneiderten Private Debt Single Managed Accounts mit besicherten Erst-rangstrategien, in die wir unsere Kunden investieren, sitzen ganz zuoberst in der Kapitalstruktur der kreditnehmenden Unternehmen mit soliden Covenants und Sicherheitspaketen. Wir investieren nicht in nachrangig besicherte, unbesicherte oder opportunistische Kreditstrategien. Wir fokussieren uns außerdem auf den Kern Mid Market und den unteren Mid Market, also die Finanzierung von Unternehmen mit EBITDAs von bis zu EUR 25 Mio. EBITDA und vermeiden den großen Sponsored Unitranche-Markt, wo starker Wettbewerb zu Druck auf Margen und Sicherheitspakete, Covenants Lite und aggressiven Kreditparametern geführt hat. Der obere Mid Market ist vom Wettbewerb der großen Private Debt-Manager untereinander ge-

prägt, erlebt aber aufgrund der Unternehmenszielgröße auch Wettbewerbshitze von den öffentlichen Kreditmärkten. Wir haben im europäischen Private Debt-Markt für erstrangig besicherte Multi-Manager-Strategien eine Vorreiterrolle eingenommen und haben heute den längsten Track Record in diesem Segment und das breiteste Managernetzwerk. Unsere Alpha European Private Debt-Programme gehen bereits in die vierte Generation.

Faultich: Die liquiden syndizierten Loan-Märkte sind ja stark eingebrochen. Wirkt sich dies nachteilig auf die Assetklasse Private Debt aus?

Salesny: Nein, im Gegenteil. Viele Investoren reduzieren ihre Allokationen an syndizierte, liquide Kredite zugunsten von Private Debt, das deutlich höhere Renditen geniert bei deutlich weniger Volatilität. Es handelt sich außerdem um das ideale Substitut für den Direktbestand und viele Pensionseinrichtungen und auch Versicherungen erhöhen aktuell ihre langfristigen Private Debt-Allokationen.

Faultich: Themenwechsel Infrastruktur-Equity. Erneuerbare Energien sind in aller Munde und vor allem Art. 8-Infrastrukturfonds sind aktuell sehr gefragt. Wie bilden Sie das Thema Infrastruktur ab?

Salesny: Erneuerbare Energien stellen mit ca. 25 % den größten Sektor in unseren Infrastrukturportfolios dar, unsere Dachfonds und Mandate sind aber im Interesse der Risikodiversifikation viel breiter aufgestellt und schließen auch Transport, Versorgung, Telekommunikation und zu einem kleinen Teil auch soziale Infrastruktur ein. Wir haben über erneuerbare Energien viele andere „grüne“ Technologien in unseren Kundenportfolios wie Wasserstoff oder Ladestationen für Elektrovehikel. Unsere Dachfonds sind als SFDR Art. 8-Fonds klassifiziert.

Faultich: Infrastruktur ist ein sehr breites Feld. Einerseits gibt es sogenannte Super-Core-Strategien, die sehr lange laufen und nur niedrige laufende Ausschüttungsrenditen generieren. Andererseits gibt es opportunistische Infrastrukturstrategien, die hohe absolute Renditen fast schon im Private Equity-ähnlichen Bereich generieren. Wie grenzen Sie Ihre Infrastrukturstrategie ab?

Salesny: Wir definieren Infrastrukturinvestitionen als Projekte, die langfristig abgesicherte, inflationsgeschützte Zahlungsströme generieren, entweder, weil es sich um regulierte Anlagen handelt, z. B. im Bereich Strom-, Wasser-, Gasversorgung oder Abwasser und damit um sogenannte Core-Strategien, oder um private Anlagen, bei denen langfristige, inflationsgeschützte Zahlungsströme über Verträge abgesichert sind, sogenannte Core Plus- oder Value Add-Strategien. Wir wollen mit Infrastruktur sowohl laufende Ertragsausschüttungen von 4 bis 6 % pro Jahr als auch absolute Renditen von 9 bis 12 % IRR erzielen. Mehr als 90 % unserer Investitionen sind in Brownfield-Projekten, und es gibt keinen Leverage auf Zielfondsebene. Mit der richtigen Managerauswahl lassen sich 9 bis 12 % netto sehr gut auch ohne Leverage und ohne Greenfield-Risiko erreichen. Wir investieren unsere Dachfonds in ein Portfolio der absoluten Blue Chip-Manager in Europa und den USA, kaufen opportunistisch Secondaries und tätigen direkte Co-Investitionen. Wir setzen diese Strategie nun schon seit 15 Jahren um und sind sehr stolz auf unseren Track Record. Wir hatten noch nie ein Quartal mit einer negativen Performance. Wir investieren aus unseren Dachfonds nicht in Fonds mit Laufzeiten von 25 oder 30 Jahren, die Anlagen sozusagen bis zum „Schrottwert“ halten, sondern in Fonds mit Halteperioden von fünf bis sieben Jahren pro Projekt.



Dr. Petra Salesny
CIO
Alpha Associates AG



Oliver Faulstich
Geschäftsführer
Investor Partners GmbH

Für jedes Projekt gibt es einen idealen Zeitpunkt zum Weiterverkauf oder zur Erneuerung, den unsere Zielfondsmanager nutzen, nachdem sie die Anlagen über die Haltezeit plangemäß verbessert und im Wert gesteigert haben. Dabei spielen z. B. sogenannte Plattformstrategien eine Rolle, wo z. B. mehrere Wasserkraftwerke oder Solarprojekte zusammengekauft und auf einer Plattform integriert werden.

Faulstich: Worauf sollten Investoren bei der Auswahl von Infrastrukturfonds achten?

Salesny: Es fällt mir auf, dass etliche Fonds im Markt herumschwirren, bei denen das Risiko-/Renditeprofil nicht wirklich stimmt, d. h. die Zielrendite entspricht vielleicht dem, was ein Investor anstrebt, aber das Risiko, das mit der Strategie verbunden ist, ist viel zu hoch für die angegebene Rendite. Die risikoadjustierte Rendite müsste manchmal fast doppelt so hoch sein, was Investoren aber abschrecken würde. Das ist irreführend und da muss man sehr genau hinschauen. Genau hinschauen muss man auch, wofür man Management Fee bezahlt. Wir investieren nur in Fondsmanager, die das Sourcing von Projekten, die Analyse, Strukturierung und Bepreisung selbst verantworten, ihre Anla-

gen über die Halteperiode aktiv bewirtschaften und bestimmen, zu welchem Preis eine Anlage zu welchem Zeitpunkt an welchen Käufer verkauft wird. Wir investieren somit nur in Manager, die in ihren Projekten die kontrollierende Mehrheit erwerben, und zahlen keine Management Fee an Trittbrettfahrer, die sich als Minderheitsinvestoren in Syndikaten an einen Lead-Manager anhängen und keinen Einfluss auf die Investitionen in ihren Fonds haben. Fonds, die keinen eigenen Dealflow generieren, sondern nur in Syndikaten mit anderen Managern mitinvestieren, haben generell zweitklassige Portfolios: Co-Investitionen in Projekte mit Top Fondsmanagern werden bereits durch Fondsinvestoren, die zu diesen Co-Investments eingeladen werden, überzeichnet, und kommen gar nicht erst „auf den Markt“.

Faulstich: Wie gehen Sie mit dem Thema ESG um? Erstellen Sie ESG-Reporting für Ihre Investoren?

Salesny: Wir setzen bereits seit 2006 die Nachhaltigkeitsstandards der europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung in London um und sind selbstverständlich auch UN PRI-Unterzeichner. ESG ist integrativer Bestandteil unseres Investitions- und Port-

foliüberwachungs-Prozesses, das Alpha ESG-Committee ist ein Sub-Committee des Alpha Risk-Committee und der Head Risk hat auf unseren Investment Committees ein Veto-Recht. Wir haben bereits früh ein fokussiertes ESG-Team bei Alpha geschaffen, und unser Head ESG gehört mittlerweile in der Dachfondsindustrie zu den langjährigen ESG-Experten, unterstützt durch unser regulatorisches Team. Ab Juli 2023 wird es nun ernst und alle Privatmarkt-Fondsmanager sollten die Principal Adverse Impacts (PAIs) verfolgen und darüber berichten; es sind insgesamt 18 obligatorische PAIs. Wir haben bereits letztes Jahr in Zusammenarbeit mit einem ausgewählten ESG-Reporting-Spezialisten ein Tool programmiert, das es uns erlaubt, aussagekräftige und homogene KPIs auf Zielfondsmanager- und Zielfondsebene einzusammeln und auszuwerten und sind somit unserer Zeit ein wenig voraus. Wir sind aktuell in der Finalisierung unseres ersten produktspezifischen ESG Reportings für alle unsere Investoren, das z. B. auch ein Manager Scoring und die Berechnung des CO₂-Fussabdrucks enthalten wird. Das ist sehr zeit- und ressourcenintensiv, ist uns aber ein großes Anliegen.

Faulstich: Spielt das Thema Impact bei Alpha Associates auch eine Rolle?

Salesny: Vielen Dank, dass Sie das ansprechen, obwohl wir jetzt vermutlich den Rahmen dieses Interviews sprengen. Wir lancieren aktuell unseren Alpha Impact-Fonds, einen SFDR Art. 9 Private Equity Impact-Dachfonds, einschließlich Co-Investitionen, und damit einen der ersten Art. 9 Private Equity Impact-Dachfonds überhaupt. Wir haben unsere Impact-Strategie, das Impact Framework und das Impact-Messkonzept für unseren Fonds mit dem Impact-Spezialisten Innovest Advisory entwickelt, richten den Fonds an 9 der insgesamt 17 UN SDGs aus und fokussieren auf die Themen nachhaltiger Planet, finanzielle Inklusion, Bildung und Gesundheit. Wir haben über 3 Jahre mehr

als 200 Impact Fonds auf die von uns ausgewählten UN SDGs und Investitionsthemen geprüft und evaluiert. Unser Impact Reporting Tool haben wir mit dem ESG- und Impact Reporting-Spezialisten Sirsa erarbeitet und programmiert. Wir haben uns auch bewusst dafür entschieden, uns mit unserem Impact Fonds auf Europa zu fokussieren, gefolgt von Nordamerika, da Impact in Schwellenländern zwar auch wichtig ist, es aber genug vor unserer Haustür zu tun gibt. Es geht somit um Impact, der uns direkt betrifft.

Faulstich: Wie schwierig ist es, einen SFDR Art. 9 Private Equity Impact-Dachfonds zu investieren und die entsprechenden Maßgaben zu erfüllen?

Salesny: Die Anforderungen für einen SFDR Art. 9 Private Equity Impact-Dachfonds sind natürlich sehr hoch, deshalb auch die lange Vorbereitungszeit, die Hinzuziehung von Spezialisten und die Abstimmung von Investment-, Impact- und Rechtsspezialisten und Ressourcen innerhalb des Alpha-Teams zur Ausarbeitung aller Aspekte dieses Fonds. Wir wollten nicht einfach auf die Schnelle auf der Trendwelle reiten und einen weiteren Impact Fonds nach SFDR Art. 8 auf den Markt bringen. Für mich ist Impact definitionsgemäß SFDR Art. 9 und alles andere ist meiner Meinung nach nicht Impact. Wir haben uns gesagt: Wenn schon, dann richtig. Wir lancieren den Fonds jetzt im September und ich bin sehr neugierig, wie viele Investoren tatsächlich bereit sind, in Impact zu investieren oder ob ESG und Impact nur Lippenbekenntnisse sind. In Deutschland ist das Bewusstsein für Klimawandel und soziale Inklusion nach meiner Einschätzung sehr hoch und ernstgemeint und verantwortungsvolles Handeln wird großgeschrieben. Ich bin gespannt.

Faulstich: Vielen Dank für das Gespräch!

Europäische Banken

– Gewappnet für eine schwächere Konjunktur und steigende Zinsen?

CHRISTIAN FISCHER // INDEPENDENT CREDIT VIEW AG (I-CV)

Die guten Zeiten für die europäischen Großbanken sind vorbei. Der Abschluss 2021 dürfte für viele Institute der auf absehbare Zeit nicht mehr erreichbare Höhepunkt gewesen sein. Allen Klagen über zu tiefe Zinsen und erodierende Erträge zum Trotz haben die europäischen Banken in den letzten drei Jahrzehnten in Form von positiven Bewertungsergebnissen und tiefen Risikokosten stark vom Zinsrückgang profitiert.

Die Preise von Aktien, Anleihen, Rohstoffen, Immobilien und Private Equity sind ungeachtet temporärer Rückschläge auf historisch hohe Niveaus gestiegen – während gleichzeitig die deutsche Inflationsrate zwischen 1994 und Sommer 2022 durchschnittlich nur mit 0,2 % pro Jahr berichtet wird. Der Wendepunkt bei den Nominalzinsen ist nun erreicht – selbst die EZB reagiert inzwischen auf die Inflation. Steigende Zinsen werden bei Aktiva aller Art zu tieferen Barwerten der künftigen Zahlungsströme führen.

Eine größere Unsicherheit kommt hinzu. Konjunkturelle und strukturelle Fragen und ein Zeitgeistphänomen prägen die Perspektiven der Banken. Kurzfristig – über die nächsten drei, vier Quartale – wird die Entwicklung von europäischer Konjunktur, Inflation und Zinsen im Vordergrund stehen und Tribut verlangen. Mittelfristig – über die nächsten drei, vier Jahre gilt es, den strukturellen Herausforderungen einer Re-Regionalisierung von Wertschöpfung und Produktion, dem demografischen Wandel, der fragileren geopolitischen Lage nach dem Überfall Russlands auf die Ukraine sowie, damit eng zusammenhängend, einer gravierenden Verschiebung relativer Preise, gerade bei Energie und Nahrungsmitteln, gerecht zu werden. Insgesamt wird die Elastizität des weltweiten Güterangebots ab-

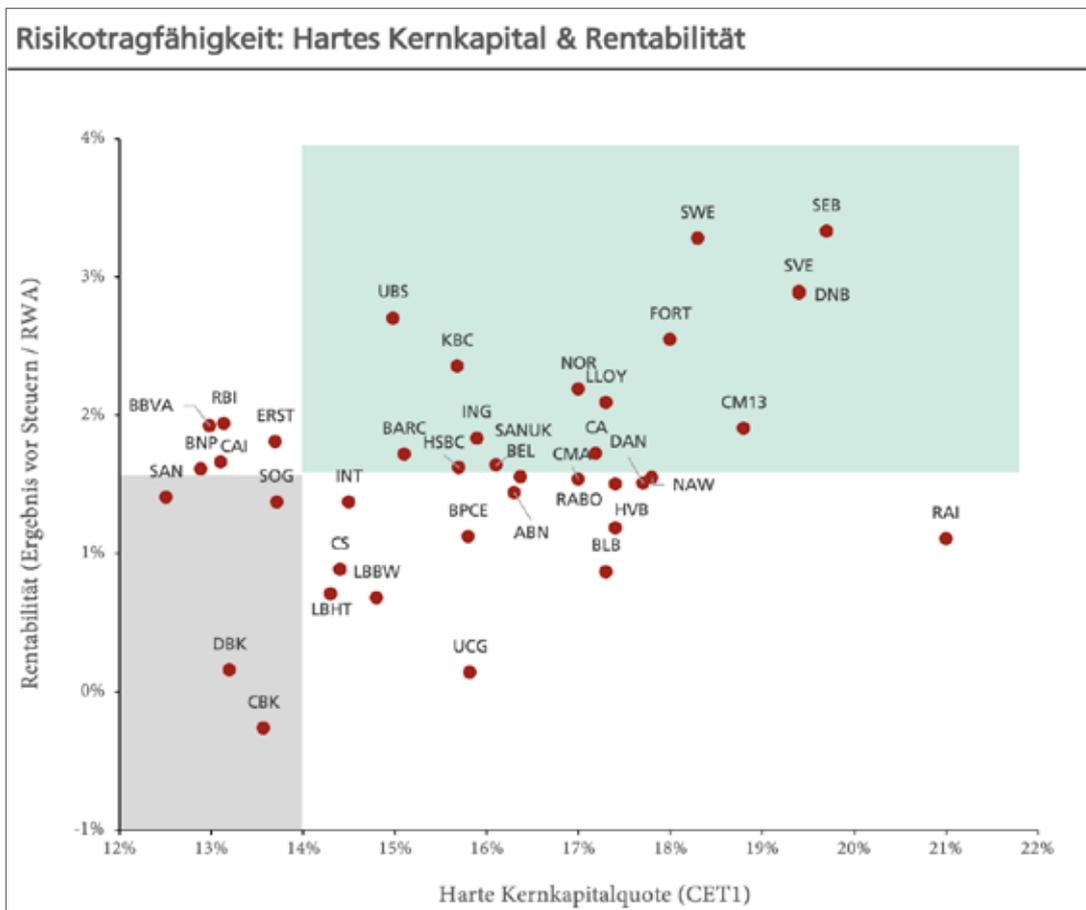
nehmen, der realwirtschaftliche Druck auf ein höheres Preisniveau damit zunehmen. Überlagert wird dies von Vorstellungen zu einem „klimagerechten“ Umbau von Wirtschaft und Beschäftigung und einer in diesem Verständnis herausgehobenen Rolle der Banken bei der Durchsetzung von ESG-Normen. Dabei weisen die Befürworter solcher Maßnahmen mit Blick auf private Haushalte und Unternehmen nur wenig Verständnis für Ziel- und Interessenkonflikte, Kosten und Ausweichreaktionen auf. Analytisch wie auch für Investoren sind daher in dieser Hinsicht eine kritische Prüfung von Standardansätzen und eine stringente Ausrichtung an eigenen Wertvorstellungen und Prioritäten unabdingbar.

Dabei bietet dieser mittelfristige Rahmen nicht nur Risiken, sondern je nach Land und Bank durchaus auch Chancen. Dies gilt umso mehr, als die meisten europäischen Großbanken über eine gute Ausgangsposition verfügen – auch ein Verdienst der Bankenaufsicht. Die I-CV Bankenstudie 2022 „Zinswende = Bonitätswende?“ zeigt, dass die verlässlich verfügbaren Ergebnisse vor Risikokosten und vor Steuern wie auch die Kapitalquoten vieler Banken ausreichen, um konjunkturelle Belastungen wie auch die Effekte der Zinswende zu verkraften.

Mehrheitlich mit guter Ausgangsbasis

Grafik 1 fasst die ordentliche Risikotragfähigkeit auf Basis der Abschlüsse 2021 zusammen. Nur wenige Banken, darunter Commerzbank, Deutsche Bank, BayernLB, Helaba und LBBW, erzielen eine Rentabilität von weniger als 1 % (Ergebnis vor Steuern/Risikoaktiva), ein Niveau, das wir als noch befriedigend erachten, um damit Rücklagen intern aufbauen, Steuern und Dividenden zahlen und Wachstum finanzieren zu können. Gleichzeitig liegt die harte Kernkapitalquote bei fast allen Banken klar über den regulatorischen Mindestanforderungen. Positiv ist, dass höhere Kapitalquoten tendenziell auch mit einer besseren Rentabilität einhergehen, die Interessen von Gläubigern und Aktionären also einander nicht entgegenstehen.

Während die besseren Kapitalquoten vielfach ein zurückhaltenderes Geschäftsgebaren sowie eine stringenter Regulierung reflektieren, sind die Gründe für die stark divergierende Rentabilität vielfältiger. Neben der ökonomischen und demografischen Dynamik einer Volkswirtschaft spielt die Marktstruktur eine wichtige Rolle. Banken in oligopolistisch verfassten Märkten mit nur wenigen großen Anbietern – z. B. in Skandinavien, Großbritannien, Belgien, den Niederlanden und Frankreich – sind häufig rentabler als solche in fragmentierten Märkten wie in Deutschland, Österreich und Italien. Maßgeblich sind auch das Geschäftsprofil mit seinem Mix an Kunden und Produkten sowie die internationale Diversifikation.



Grafik 1:
Risikotragfähigkeit:
Hartes Kernkapital
& Rentabilität
(Quelle: Geschäftsbe-
richte, I-CV)

So profitieren etwa BNP Paribas, Crédit Agricole und Banco Santander von ihrer guten Position bei Konsumentenkrediten, die zwar naturgemäß höhere Problemkreditquoten und Risikokosten, aber eben auch sehr auskömmliche Margen aufweisen. So hat die Deutsche Bank zwar 2020 und 2021 sehr von einem überraschend starken Ergebnis im Investment Banking profitiert, hinkt aber bei Privatkunden und bei der Vermögensverwaltung hinterher, so dass ihre Ergebnisse mittelfristig volatil und damit aus kreditanalytischer Sicht schwächer bleiben werden.

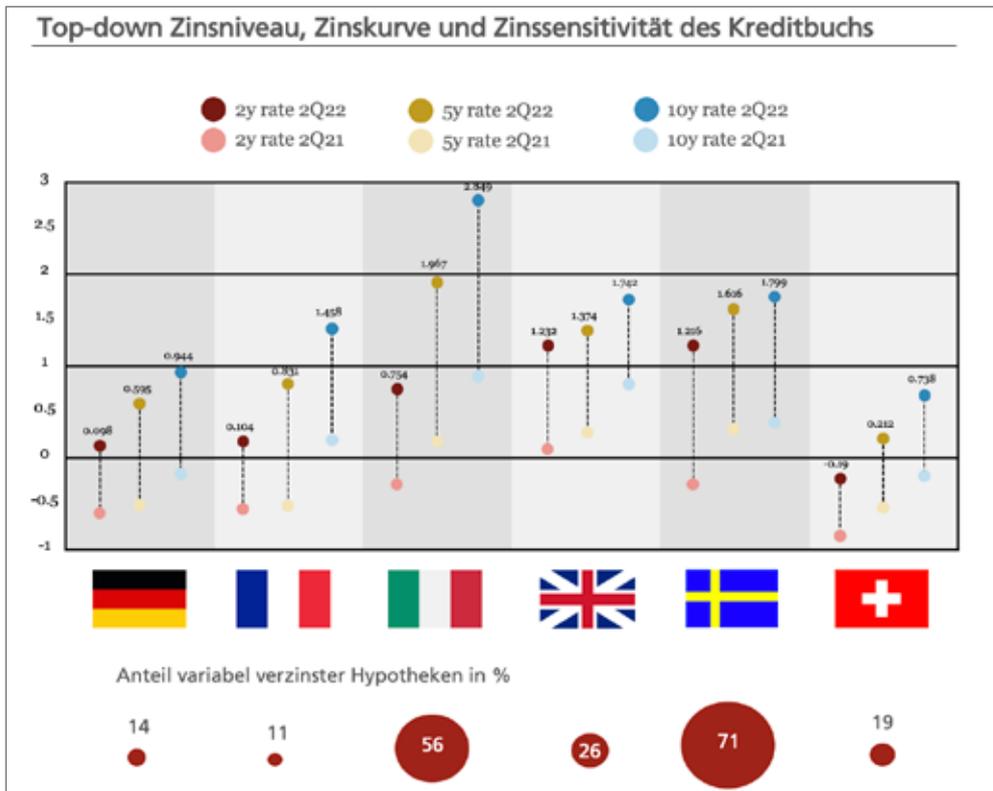
Qualität und Dynamik der Kapitalstruktur für Gläubiger wichtig

Zentral für vorrangige Gläubiger bleibt auch, in welchem Maße Eigenmittel, also hartes Kernkapital (CET1), zusätzliches Kernkapital (AT1) und nachrangige Verbindlichkeiten (Tier 2), verlässlich verfügbar sind, um den regulatorischen Anforderungen zu genügen, größere (unerwartete) Risiken abzudecken und Zins- und Dividendenzahlungen auf AT1 und Eigenkapital zu leisten. Neben den aktuellen und geplanten Kapitalquoten sind dafür Niveau und Entwicklung der bankspezifischen Erfordernisse (SREP) sowie die maximal für Ausschüttungen zulässigen Beträge (MDA) relevant. Dies gilt übrigens analog für die nach HGB berichtenden deutschen Banken, die nicht der Aufsicht der EZB unterliegen und für die die BaFin verbindlich bankspezifische Eigenmittelzielkennziffern festlegt – die leider nicht veröffentlicht werden. Die individuellen SREP-Ziele der europäischen Großbanken sind 2020 und 2021 – z. T. durchaus zum Erstaunen der Kreditanalysten – deutlich gesunken und divergieren stark: während skandinavische Banken im Schnitt 12,4 % und britische Banken immerhin 10,4 % an hartem Kernkapital vorhalten müssen, lässt die EZB Milde walten und begnügt sich mit 9,2 %. Höhere Kapitalquoten implizieren damit nicht zwangsläufig ein geringeres Risiko regulatorischer Interventionen zulasten von Bank, Aktionären und (nachrangigen) Gläubigern. Po-

sitiv ist daher, dass die für Ausschüttungen verfügbaren SREP-Puffer durchschnittlich gute 6,2 % in Skandinavien, 6,6 % in Großbritannien und immerhin auch 5,3 % in der Eurozone erreichen. Relativ am schwächsten schneiden dabei Deutsche Bank und Raiffeisen Bank international ab, aber selbst bei diesen Banken besteht mit Blick auf ihre allgemeinen wie spezifischen Risiken noch eine adäquate Flexibilität.

Risiken drohen aus der Immobilienfinanzierung ...

Gerade angesichts der starken Präsenz der Banken in der Immobilienfinanzierung, mit ihren ausgeprägten Überhitzungssymptomen bei Wohn- und Gewerbeimmobilien in vielen europäischen Märkten, werden diese Immobilienkredite und damit ein Abschmelzen der Puffer für die Bonitätsentwicklung der Banken mitentscheidend sein. Je nach Geschäftsmodell repräsentieren Finanzierungen für Wohn- und Gewerbeimmobilien grob 30 bis 40% der Bilanzen europäischer Großbanken, mit Spitzenwerten von über 60 % v. a. bei britischen und skandinavischen Instituten. Dabei unterstreichen diese Werte ihre effektive Bedeutung noch, da die Bilanzen 2021 infolge der z. T. sehr üppig beanspruchten EZB-Refinanzierungen (TLTRO) aufgebläht waren. Darüber hinaus liegt auch bei deutschen Sparkassen und Genossenschaftsbanken dieser Anteil bei 40 bis 50%. Die Kombination aus hohen Immobilienpreisen, angespannter Tragbarkeit bei den privaten Schuldner, teilweise unzulänglicher Transparenz über Kreditstandards und -qualität einerseits und schnell steigenden Hypothekenzinsen sowie Stagflationsbefürchtungen andererseits lassen erhebliche Belastungen für Ergebnis und Kapital der Banken erwarten. Unser banken- und portfoliospezifischer Immobilienstresstest legt unter realistischen Annahmen nahe, dass Rückgänge des harten Kernkapitals von um die 20 % bis zu Spitzenwerten von 35 % nicht überraschen sollten. Stärker betroffen wären u. a. skandinavische Banken wie Danske und Svenska Handelsbanken, aber auch die spanischen Institute Caixabank und Banco Santander.



Grafik 2: Zinsniveau, Zinskurve und Zinssensitivität der Kredite; (Quelle: I-CV, Reuters, Zentralbanken)

In Deutschland erlitten z. B. BayernLB, Helaba, Commerzbank und Deutsche Bank größere Einbußen. Erfreulich ist, dass alle 40 Banken im I-CV Stress dank ihrer SREP-Puffer in der Lage wären, solch ein Szenario zu verkraften, ohne ihre regulatorischen Mindestanforderungen an die harten Kernkapitalquoten zu verletzen – auch wenn die Luft bei Deutsche Bank, Svenska Handelsbanken, Banco Santander, Raiffeisen Bank International, Commerzbank, Danske Bank und Unicredit langsam dünn würde.

Dies gilt es um so mehr zu beachten, als aus der aktuellen Zinsentwicklung positive wie negative Ergebniseffekte zu erwarten sind und die Ergebnisse vor Risikovorsorge 2022 und 2023 daher materiell tiefer als derzeit erwartet ausfallen können, für grössere Belastungen aus anderen Kredit- und Wertpapierbeständen, Marktrisiken oder auch Rechts- & Compliance Risiken somit wenig Raum bliebe.

... während steigende Zinsen für Entlastung sorgen

Insgesamt kommen den Banken steigende Zinsen und eine steilere Zinskurve zugute, tragen doch die Nettozinserträge mehrheitlich rund 60 bis 70% zum Gesamtertrag bei. Banken mit hohen Kundeneinlagen sowie solche mit mehr variabel verzinslichen Aktiva als Passiva profitieren. Stark vereinfacht formuliert: Banken in traditionellen Weichwährungsräumen werden stärker und schneller begünstigt, Banken in traditionellen Hartwährungsräumen schwächer und später, Spanier vor Italienern, Deutsche vor Niederländern.

Grafik 2 verdeutlicht die Unterschiede zwischen wichtigen europäischen Bankenmärkten. Negative Effekte drohen allerdings weiter hinsichtlich der Bewertung von Pensionsverbindlichkeiten (v. a. bei HGB-Banken) sowie aus der Bewertung von Anleihen, Aktien und Derivaten, insbesondere, sofern die Zinsen sehr schnell und sehr stark ansteigen.

Angesichts der fürsorglich-karitativen Ausrichtung der EZB-Geldpolitik dürften einem solchen Anstieg der Euro-Zinsen zwar enge Grenzen gesetzt sein. Temporäre Marktverwerfungen, auch an bewertungskritischen Stichtagen, sind gleichwohl nicht auszuschließen. Im Falle einer länger anhaltenden hohen Inflation stehen den kurzfristigen Vorteilen höherer Zinsen längerfristige realwirtschaftliche Nachteile und höhere Risikokosten gegenüber – Perspektiven, die schon jetzt die Credit Spreads und Aktienkurse der Banken negativ beeinflussen.

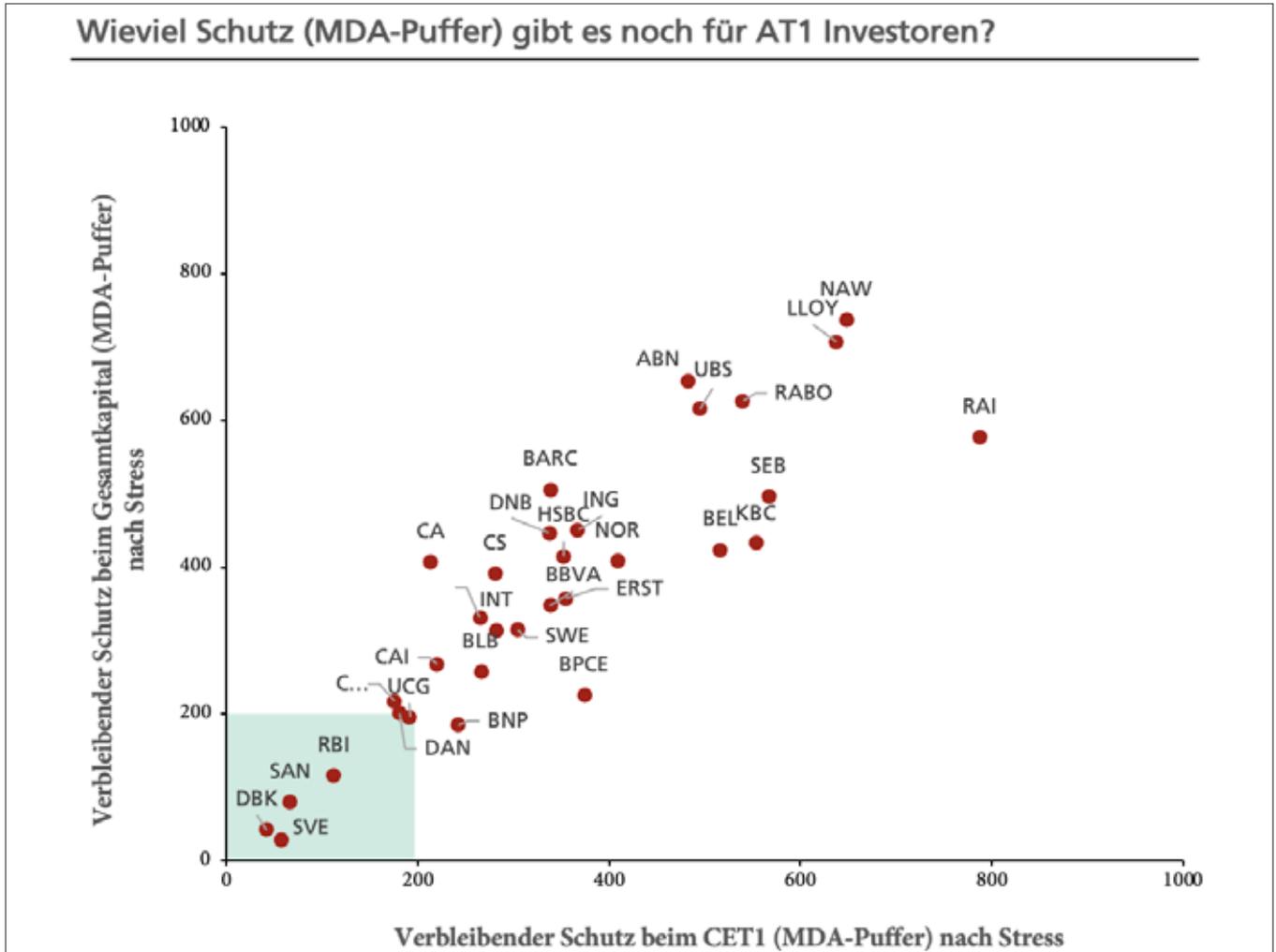
Deutsche Großbanken mit mäßigen Perspektiven

Die deutschen Großbanken schneiden im Vergleich mit ihren europäischen Konkurrenten weiterhin unterdurchschnittlich ab. Dies liegt nicht nur an ihrem relativ starken Engagement in der Immobilienfinanzierung. Im europäischen Vergleich verfügen sie weder im heimischen Privat- noch im Firmenkundengeschäft über starke Marktpositionen und operieren zudem mit zu hohen Kosten. Aufschlussreich ist der Vergleich mit den italienischen Großbanken Intesa SanPaolo (INT) und Unicredit (UCG) in Grafik 1. Sowohl deutsche als auch italienische Institute liegen bei der Rentabilität im Hintertreffen. INT und UCG haben ihre Kreditqualität zwar seit 2016 markant verbessert, plagen sich aber historisch und im europäischen Vergleich immer noch mit ungünstigen Kreditrisikokennzahlen. Im Gegenzug generieren sie jedoch ordentliche Ergebnisse vor Risikovorsorge von 2,32 % bzw. 1,50 % p. a. (in Prozent der RWA; $\bar{\sigma}$ 2019–2021). Demgegenüber weisen Commerzbank und Deutsche Bank mit 0,54 % bzw. 0,29 % p.a. nur mäßige Ergebnisse vor Risikovorsorge auf, profitieren aber von besseren Kreditrisikokennzahlen. Commerzbank und Deutsche Bank haben zwar zuletzt gewisse Fortschritte bei Kosten und Effizienz erzielt, müssen aber ab 2022 wie alle europäischen Großbanken mit spürbar steigenden Risikokosten rechnen. Im Kreis der Landesbanken hebt sich die BayernLB dank ihrer Tochter DKB positiv ab, die mit ihrer Ausrich-

tung auf Privatkunden klar von steigenden Zinsen profitieren sollte. Helaba und LBBW bemühen sich weiter, mittels kleiner Schritte die operative Konsolidierung im Kreise von Landesbanken und Sparkassen voranzutreiben, ohne weitergehende rechtliche Schritte unternehmen zu wollen. Angesichts branchen- und namenspezifischer Konzentrationen gehen wir sowohl für Commerzbank, HVB und Deutsche Bank als auch für die Landesbanken für 2022 und 2023 von schwächeren Finanzprofilen aus. Der Nachteil höherer Risikokosten dürfte dabei den Vorteil steigender Zinsen überwiegen, die Kapitalquoten moderat sinken.

Sparkassen und Kreditgenossenschaften als Gruppen ordentlich positioniert

Die deutschen Sparkassen und Kreditgenossenschaften weisen weiter eine sehr heterogene Bonität auf. Bei den Sparkassen variieren unsere intrinsischen Einstufungen zwischen BB- und A+, bei den Kreditgenossenschaften zwischen BBB- und A. Etliche Institute sind primär dank der Sicherungsmechanismen der beiden Finanzgruppen kreditwürdig. Die steigenden Zinsen – mit einer Renaissance der Passivmargen und Transformationsergebnisse – begünstigen infolge der starken Refinanzierung über Kundeneinlagen die meisten dieser Banken. Aus den Eigenanlagen ist allerdings mit Ergebnisbelastungen zu rechnen. Ihre Kreditqualität dürfte sich 2022 vorerst nur moderat abschwächen. Im Falle einer länger anhaltenden Rezession/Stagflation lassen jedoch die substanziellen Volumina an KMU-Krediten markant schlechtere Kreditrisikokennzahlen erwarten, wenn auch von einem historisch günstigen Niveau ausgehend. Um so ärgerlicher ist, dass seit 2021 viele kleine und mittelgroße Banken in Deutschland mit Billigung der BaFin ihre Berichterstattung über Kreditrisiken und -qualität, Zinsänderungsrisiken und Eigenmittelerfordernisse gravierend verschlechtern und damit im internationalen Vergleich sehr unruhlich abschneiden. Die vergleichsweise guten Kapitalquoten vieler Institute bieten insofern zwar



Quelle: I-CV, Credit Suisse European Financials (IG & HY) & IG Corporates Sector Strategy Mai 2022

einen gewissen Schutz, dürften aber mittelfristig auch zurückgehen und geringere Puffer (s. o.) aufweisen.

Kleine und mittelgroße private Banken in Deutschland mit sehr heterogenem Bild

Auch die Bonität der privaten Banken ist weiter sehr heterogen und beginnt im tiefen Single-B-Bereich. Dessen ungeachtet finden sich auch in diesem Kreise gut geführte Häuser mit robusten Geschäfts- und Finanzprofilen. Die besseren Banken in diesem Universum zeichnen sich vielfach durch eine mit Blick auf Kunden und Produkte klare strategische Ausrichtung auf rentable Nischen aus. Allerdings gewährleistet die Nischenstrategie allein nicht Erfolg und Bonität. Uns gefallen hier insbesondere die Konsumkreditfinanzierungstöchter einiger ausländischer Großbanken sowie

die Tochterbanken von Automobilherstellern, während wir Vermögensverwaltungsbanken aus grundsätzlichen Gründen zurückhaltend gegenüberstehen.

Eine adäquate Risikoidentifikation und -analyse ist gerade bei kleineren und mittleren Banken jedoch unabdingbar. Das Schutzversprechen der freiwilligen Einlagensicherung für diese Banken soll ab 01.01.2023 effektiv nur noch für natürliche Personen und in erheblich reduziertem Schutzzumfang gelten. Die jüngsten Bestrebungen kleiner und mittlerer Privatbanken, diese Reform vom Dezember 2021 zumindest in Teilen schon wieder zu revidieren, verdeutlichen ihre zu häufig bescheidene Bonität und ihre fragile Refinanzierung.

Fazit und Empfehlung

Die guten Zeiten für die europäischen Großbanken sind vorbei, für die meisten haben aber auch noch keine schlechten Zeiten begonnen. Die I-CV Bankenstudie 2022 zeigt, dass die meisten europäischen Großbanken gut vorbereitet und mit Flexibilität bei Ergebnis und Kapital der wirtschaftlichen Abschwächung entgegengetreten. Für 2022 und 2023 sollten tiefere Ergebnisse und Kapitalquoten nicht überraschen. Sie dürften sich aber mehrheitlich in einem Rahmen bewegen, der mit unseren aktuellen Bonitätseinstufungen im Einklang steht. Gleichwohl – fundamentalanalytisch überwiegen derzeit die Risiken. Spannend wird daher sein, ob die von Bankenaufsicht und Ratingagenturen gehegten Hoffnungen und Hypothesen in die Schutzwirkung von Senior Non-Preferred-Anleihen und Abwicklungsregimen den Erwartungen gerecht werden können, falls sich die Bankenbonität wider Erwarten stärker und schneller verschlechtern sollte. Grafik 3 zeigt, dass die soliden Banken auch für (tief) nachrangige Verbindlichkeiten über gute Puffer verfügen. Tier 2- und AT1-Anleihen solcher Emittenten bieten vielfach Renditen, die unter Rendite- und Risikoaspekten attraktiver sind als vermeintlich risikoärmere Senior Non-Preferred-Anleihen schwächerer Banken. Daher empfehlen wir, fundamental bonitätsstarke Banken – mit intakten Geschäftsmodellen, soliden Marktpositionen, einer robusten Risikosteuerung und -berichterstattung sowie einer ordentlichen Risikotragfähigkeit bei Ergebnis und Kapital – in allen Schichten der Kapitalstruktur zu bevorzugen gegenüber fundamental fragileren Banken oder solchen mit marginaler Relevanz.



Christian Fischer
CEO & Senior Partner
Independet Crediw View AG (I-CV)

impressum



INVESTOR PARTNERS

Investor Partners GmbH
Kopenhagener Straße 10
65552 Limburg / Lahn
T +49 (0) 6431 403 41 50
F +49 (0) 6431 403 41 70

kontakt@investor-partners.de
www.investor-partners.de

Fotonachweis

unsplash.com – Seite: 1, 8, 11, 29

Disclaimer

Dieses Dokument erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit und Genauigkeit der darin gemachten Angaben. Änderungen und Irrtümer bleiben vorbehalten. Für die Richtigkeit, Angemessenheit oder Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Angaben und Informationen übernimmt Investor Partners GmbH keine Gewähr. Jede in diesem Dokument geäußerte Meinung oder Einschätzung ist genereller Natur. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Meinungsäußerungen und Daten stellen keinerlei Anlage-, Rechts-, Steuer- oder sonstige Beratung dar und dürfen nicht als Grundlage für eine Anlage- oder eine sonstige Entscheidung dienen. Die Prognosen sind als Beispiele zu verstehen, die auf bestimmten Annahmen beruhen. Eine Gewähr für den Eintritt der zugrunde gelegten Annahmen sowie eine Haftung für Abweichungen durch Änderungen der gesetzlichen Grundlagen und der wirtschaftlichen Entwicklung können nicht übernommen werden.



INVESTOR PARTNERS

12. + 13. SEPTEMBER 2023

Anmeldungen und Programm:
konferenz@investor-partners.de

11. Kapitalmarktkonferenz für Pensionseinrichtungen, SGB-Investoren und Versicherungen

Sofitel Frankfurt Opera, Frankfurt am Main

