



## Schwerpunktthema „Liquid Alternatives und Hedgefonds“

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



**Bitte merken Sie sich die folgenden Termine vor:**

Donnerstag, 7. September 2023, Frankfurt  
BAI InnovationsDay

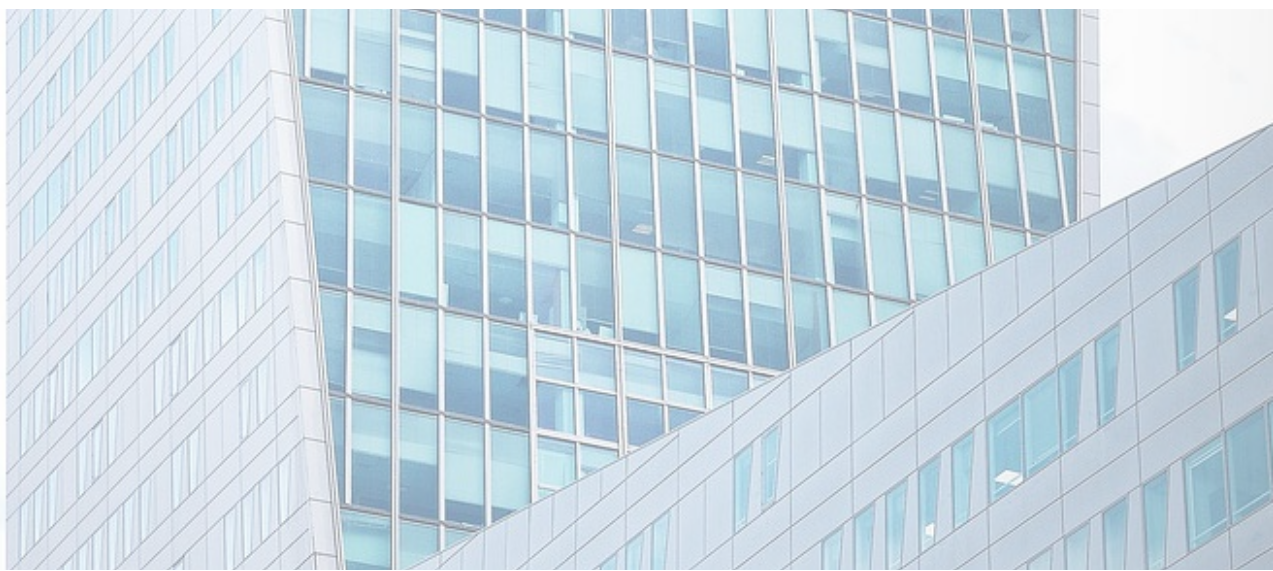
Dienstag, 17. Oktober 2023 (online)  
BAI Webinar „Arbeiten in der Alternative-Investments-Industrie“

Donnerstag, 19. Oktober 2023, Frankfurt  
BAI Real Assets Symposium

Montag, 20. November 2023, Frankfurt  
BAI Workshop Sustainable Finance & ESG

**Inhalt**

- 3** Leitartikel  
Frank Dornseifer, BAI e.V.
- 8** Biodiversität und Klimawandel sind die planetaren Grenzen unseres Handelns  
Interview mit Prof. Jörg Rocholl, PhD, im Rahmen der BAI AIC 2023
- 12** Mitgliederneuvorstellungen
- 16** Die moderne Arbeitswelt – ein Zusammenwirken von Beruf und Glück  
Interview mit Prof. Dr. Ricarda Rehwaldt, im Rahmen der BAI AIC 2023
- 19** Infrastruktur kann 60/40-Portfolios widerstandsfähiger machen  
Harald Klug, Freck Spoorenberg und Ersin Yorulmaz, BlackRock
- 23** Liquid Alternatives - Chancen für Investoren und Assetowner  
Enno Johann Henke, heartstocks
- 27** CLO, CRS, See the Difference, See the Opportunity?  
Matthew Moniot and Jonathan Imundo, Man GPM
- 34** Absolute Return Bonds? Absolut.  
Sebastian Römer, Natixis Investment Managers
- 37** Private Equity, Private Equity Secondaries und semi-liquide Anlagelösungen  
Markus Benzler und Adrian Hodel, UBS
- 42** Veranstaltungshinweise
- 44** Buchvorstellungen



**Sehr geehrte Damen und Herren, liebe Mitglieder,**

## Alpha ins Portfolio!

Rund 4 Billion US\$ AuM, ein Fondsuniversum bestehend aus +9.000 Fonds, average annualized returns – inklusive downside protection – im Jahr 2022 in einer Bandbreite zwischen +12% und -11% je nach Strategie, moderate Outperformance im Jahr 2023 ggü. einem typischen 60/40 Portfolio, ein Trend hin zu immer größeren Multi-Manager-Plattformen und in der Gunst deutscher institutioneller Investoren eher auf den hinteren Rängen! Sie erahnen es, das Strategie-Cluster bzw. die Assetklasse, um die es in diesem Newsletter geht, heißt Hedgefonds und Liquid Alternatives.

Auch wenn institutionelle Investoren in Deutschland weiterhin mit Hedgefonds & Co. fremdeln und die durchschnittliche Allokation auf geringem Niveau verharret, für den BAI gehören die einschlägigen Strategien weiterhin ins institutionelle Portfolio und somit auch weiterhin auf unsere Verbandsagenda. Und auch deshalb erwarten wir schon mit großer Spannung die Ergebnisse des derzeit noch laufenden BAI Investor Surveys 2023, ob und welche Veränderungen sich bei den teilnehmenden Investoren kurzfristig bzw. in der SAA im Bereich Hedgefonds, Liquid Alts und Absolute Return ergeben haben. Wir erwarten hier zwar keine große Überraschung, aber es gibt weiterhin gute Gründe, sich alpha ins Portfolio zu holen, z.B. um auf globale makroökonomische Trends zu setzen, sich marktneutral zu positionieren, oder um eben auch einmal eine negative Marktmeinung zum Ausdruck zu bringen und short zu gehen, oder mit Hilfe von Künstlicher Intelligenz Trends auf den weltweiten Finanzmärkten aufzuspüren und diesen zu folgen.

Und auch das griechische Alphabet besteht nun nicht nur aus dem Buchstaben beta, sondern beginnt vor allem mit dem sehr bedeutungsvollen Buchstaben alpha. Auch im modernen Portfoliomanagement gilt es daher nicht nur auf beta zu setzen, sondern alpha als Ertragsquelle zielgerichtet zu implementieren. Gravierende makroökonomische und geopolitische Veränderungen und Risiken erfordern aktives Management, besondere Manager Skills werden also auch in Zukunft wichtige Auslese- und Differenzierungsmerkmale bleiben, wie auch jüngere Entwicklungen z.B. in den Segmenten Impact Investing oder beim thematischem Investieren zeigen. Last, but not least, sind auch Hedgefonds und ESG kein Widerspruch, wie nicht nur vor längerer Zeit bereits PRI aufgezeigt hat; gerade liquide Strategien sind das Segment, in dem bspw. die ESG-Implementierung, wie auch die Datenverfügbarkeit und die Unterstützung durch Dienstleister weit vorangeschritten ist und Investoren eine große Auswahl an ESG-konformen Produkten bereit steht, auch wenn dies natürlich noch nicht bei jeder spezifischen Hedgefondss-

strategie der Fall ist und zudem nicht-europäische Anbieter bei der ESG-Compliance noch – etwas – zurückliegen.

Mit Blick auf ein typisches Investorenportfolio, welches mittlerweile zu fast 25% aus Alternative Investments besteht, sollte es also naheliegen, allein schon mit Blick auf die Gesamtportfoliosteuerung auch die Allokation im Bereich Hedgefonds im Auge zu behalten und ggf. weiter auszubauen. Das gern verwendete Narrativ vom sog. Longtermism, der maßgeblicher sei als sog. Shorttermism, oder der häufig zitierte Anlagemaßstab vom Asset-Liability-Matching, all diese Aspekte haben – je nach Investorentyp – ihre Berechtigung, allerdings kommt ein Portfolio weder ohne Liquidität, noch ohne Diversifikation aus.

Und da wären wir wieder beim Thema Hedgefonds & Co., dem wir diesen Newsletter widmen. Zudem beobachten wir auch verstärkt hybride bzw. semi-liquide Strukturen, die als Indiz verstanden werden können, dass Investoren durchaus auf eine gewisse Liquidität setzen, selbst bei Private-Markets-Strategien.

Gleichzeitig gilt es natürlich auch zu konstatieren, dass der Druck auf die einschlägigen Manager, gerade jetzt bei der Rückkehr von Inflation und Zinsen, weiterhin sehr hoch bleibt, die regelmäßig vorgetragenen Rendite- und Absicherungsversprechen auch einzulösen. Wenn dann auch noch Gebührenmodelle verwendet werden, die manche Investoren als nicht mehr „state of the art“ bezeichnen, dann verwundert es wiederum nicht, wenn Investoren die nicht unerheblichen Mühen und den Aufwand scheuen, in diesem Segment zu investieren und entsprechende Ressourcen aufzubauen. Aber gerade deshalb ist eine gute Managerauswahl bzw. die Einbeziehung qualifizierter Consultants so wichtig, um eben Top-Manager ins Portfolio zu holen.

Gerade auch mit Blick über die Grenzen hinaus und die durchaus signifikanten Allokationen skandinavischer, niederländischer, UK und US Pensionfonds, usw. wird deutlich, dass Hedgefonds & Co. eine maßgebliche und spannende Anlageklasse sind und bleiben werden, gerade auch im Jahr 2023 und darüber hinaus. Deshalb hält der BAI deren Fahne weiterhin hoch und widmet diesen nicht nur den aktuellen Themenschwerpunkt der Verbandsarbeit bzw. dieses Newsletters, sondern auch ein neues [Fact Sheet](#). Zudem begleiten wir dieses Strategie-Cluster auch das ganze Jahr hindurch im Rahmen unserer unterschiedlichen Plattformen und Events und der weiteren Lobbyarbeit und natürlich auch im nächsten Jahr auf der AIC!



**Frank Dornseifer,**  
BAI e.V.

## **Anstehende BAI-Events nach der Sommerpause**

Die Sommerpause rückt näher und schon bald startet z.B. NRW in die Schulferien. Für ein paar Wochen wird es daher auch in der BAI-Geschäftsstelle etwas ruhiger, auch wenn im Hintergrund natürlich unsere Lobbyaktivitäten rund um Zukunftsfinanzierungsgesetz, AIFMD-Review, Sustainable Finance 2.0., etc. weiterlaufen. Nach der Sommerpause starten wir dann aber wieder durch, u.a. mit dem InnovationsDay, dem Real Assets Symposium, dem ESG Workshop, der Wissenschaftspreisverleihung, usw. Egal, ob Sie sich zu maßgeblichen Technologie- und Anlagethemen, die die AI-Branche beschäftigen (werden), über neueste Entwicklungen in den Bereichen Infrastruktur und Real Estate, oder praxisorientiert zu den neuen Anforderungen und Implementierungsansätzen im Bereich ESG & Impact, oder aber auch über interessante Arbeiten von Nachwuchswissenschaftlern informieren wollen, beim BAI wartet immer eine spannende und abwechslungsreiche Themenpalette auf Sie. Also schauen Sie doch wieder einmal auf unsere Homepage, in unsere Mitgliederplattform und vor allem auf die Programme unserer nächsten Events. Wir freuen uns jedenfalls auf ein baldiges Wiedersehen und den persönlichen Austausch mit Ihnen.

## **zu den Beiträgen in diesem Newsletter**

Zuletzt darf ich wie immer den vielen Autoren und Sponsoren, die an diesem Newsletter mitgewirkt und wieder sehr lesenswerte Fachbeiträge rund um das Thema Hedgefonds und Liquid Alternatives beigesteuert haben, herzlich danken.

Ich wünsche Ihnen zudem eine – wie hoffentlich immer – informative und unterhaltsame Lektüre des BAI Newsletters und – auch im Namen des BAI-Vorstands und der BAI-Geschäftsstelle – schöne Sommerferien!

Frank Dornseifer

## **Gestalten Sie mit dem BAI die nachhaltige und digitale Transformation in Deutschland und Europa!**

### **(Senior-) Referenten / Doktoranden / Referendare (m/w/d) im Bereich Recht & Regulierung**

Vollzeit oder Teilzeit (mind. 20 Wochenstunden)

*Der Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) ist die zentrale Interessenvertretung der **Alternative-Investments**-Branche in Deutschland. Wir vertreten rund 285 renommierte in- und ausländische Mitglieder, die sich aus allen Bereichen des professionellen Alternative-Investments-Geschäfts (Infrastruktur, Private Debt, Hedgefonds, Private Equity, Rohstoffe, etc.) rekrutieren: Asset Manager, Fondsgesellschaften, Banken, Administratoren, Verwahrstellen sowie weitere Branchen-Dienstleister. Seit 25 Jahren setzen wir uns dafür ein, dass deutsche institutionelle bzw. professionelle Investoren ihre Kapitalanlage im Hinblick auf Alternative Investments, insbesondere mit Augenmerk auf die langfristige Sicherung der deutschen Altersvorsorge, einfacher und besser diversifizieren können. Die Alternative-Investments-Branche spielt eine zentrale Rolle bei der Finanzierung und Transformation der nachhaltigen und digitalen Transformation in Deutschland und Europa.*

Zur Unterstützung für unsere Geschäftsstelle am Verbandssitz Bonn suchen wir zum frühestmöglichen Zeitpunkt Jurist:innen, Doktorand:innen sowie Referendar:innen in Vollzeit oder Teilzeit mit einem Umfang von mindestens 20 Wochenstunden.

#### **WAS WIR SUCHEN:**

- Eigenverantwortliche Analyse und Begleitung von Gesetzes- und Regulierungsvorhaben auf nationaler und europäischer Ebene sowie Erstellung von Positionspapieren für Politik, Aufsichts- und Steuerbehörden, insbesondere in den Bereichen **Fonds- und Finanzmarktregulierung, Sustainable Finance, Digital Finance, Investmentbesteuerung, Investorenaufsichtsrecht**
- Analyse, Strukturierung und Aufbereitung von Rechtsthemen für Verbandsmitglieder, Branche, Investoren und Öffentlichkeit
- Leitung von BAI-Fachgremien sowie Vorbereitung und Koordination von Ausschusssitzungen, Treffen mit Aufsicht und Politik auf nationaler und europäischer Ebene und weiteren Verbandsveranstaltungen zu Rechts- und Aufsichtsthemen
- Erstellung von und Mitwirkung bei Fach- und Newsletterbeiträgen sowie Vorträgen
- Unterstützung bei dem weiteren **Ausbau der BAI-Repräsentanz in Brüssel**
- Übernahme von Sonderprojekten

#### **WAS SIE MITBRINGEN SOLLTEN:**

- erfolgreich absolvierte Erste/Zweite Juristische Staatsprüfung (mindestens mit der Note befriedigend)
- idealerweise erste Erfahrungen in bzw. ausgeprägtes Interesse an den Bereichen Finanz- und Kapitalmarktrecht und Regulierung, Sustainable Finance oder Digital Finance
- gutes analytisches und konzeptionelles Denkvermögen und sehr gute kommunikative Fähigkeiten, auch in Bezug auf komplexe Sachverhalte und deren Darstellung in Texten
- hohe Eigeninitiative, Belastbarkeit, aber auch gute Teamfähigkeit und verbindliches Auftreten
- verhandlungssicheres Englisch, Kenntnisse von weiteren Fremdsprachen sind wünschenswert
- sichere Kenntnisse und Fähigkeiten bei der Nutzung der gängigen MS Office-Anwendungen (Word, Excel, Power Point)

#### **WAS WIR IHNEN BIETEN:**

- Leistungsgerechte Bezahlung + Bonus
- Betriebliche Altersvorsorge
- Job-Ticket

Der BAI bietet Ihnen ein interessantes Arbeitsgebiet in einem Interessenverband mit abwechslungsreichen Tätigkeiten auf nationaler und europäischer Ebene und vielfältigen Entwicklungsmöglichkeiten. Sie arbeiten in einem kleinen Team, bei dem Sie sich bei der Lösung vielfältiger Fragestellungen im Finanz- und Investmentbereich, insbesondere auch im Hinblick auf nachhaltige und digitale Transformationsprozesse in der Branche, einbringen und die weitere dynamische Entwicklung des Verbands mitgestalten können. Wenn Sie diese Aufgabe reizt, sollten wir uns schnell kennen lernen. Ihre **aussagekräftigen Bewerbungsunterlagen** richten Sie bitte unter Angabe Ihres frühestmöglichen Eintrittstermins und Ihrer Gehaltsvorstellung **ausschließlich per E-Mail** an: [dornseifer@bvai.de](mailto:dornseifer@bvai.de)

Weitere Informationen über den BAI und zu Themen rund um Alternative Investments finden Sie unter: [www.bvai.de](http://www.bvai.de)

#### **Bundesverband Alternative Investments e.V.**

Herrn Rechtsanwalt Frank Dornseifer

– Geschäftsführer –

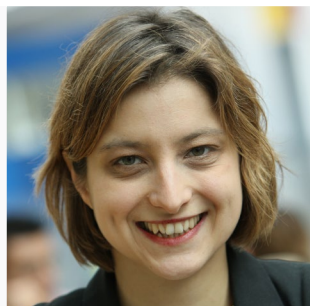
Poppelsdorfer Allee 106, 53115 Bonn, Tel.: 0228 / 96 98 7 - 50

SAVE THE  
DATE

# BAI InnovationsDay

## 7. September 2023

### Frankfurt School of Finance & Management



mit einem Keynote-Vortrag von Prof. Dr. Isabell Welpé,  
Chair for Strategy and Organization,  
TUM School of Management

#### Vorträge und Paneldiskussionen zu

- Digitalisierung in der Asset-Management-Branche (neue Trends und Entwicklungen)
- eWpG und KryptoFAV in der Praxis, sowie Änderungen und Neuerungen durch das ZuFinG
- Risikomanagement für Kryptoassets
- DLT-Pilotregime und DLT-Infrastruktur
- MiCAR Implementierung und Relevanz für Fonds und Investoren
- Einsatz von Künstlicher Intelligenz im Asset Management (u.a. Vorstellung der EU VO zu Künstlicher Intelligenz)
- Vorstellung von Start-ups und VC-Fonds (Bitte senden Sie Ihre Bewerbung für einen Pitch bis zum 7. August 2023 an [events@bvai.de](mailto:events@bvai.de))

[hier anmelden](#)

Sponsoren:



d-fine

Supporter:



Partner:

Absolut  
research



BTC ECHO

FUNDVIEW

# Biodiversität und Klimawandel sind die planetaren Grenzen unseres Handelns



*Im Zuge seiner Key-Note Speech auf der diesjährigen Alternative Investors Conference (AIC) durften wir Professor Rocholl, PhD, Präsident des ESMT in Berlin, interviewen. Eine transkribierte Version dieses Interviews finden Sie folgend.*

**Herr Professor Rocholl, Sie haben im Jahre 2021 ein Paper mit Co-Autoren des SAFE in Frankfurt (ein Research Institut) verfasst, in dem Sie Annahmen, Mythen und geläufige Aussagen zu "Green Investments" aus einer theoretischen Warte beleuchtet haben. In dem Paper gehen sie unter anderem auf die günstigeren Finanzierungskonditionen für „grünere“ Unternehmen ein, der so genannten "Gremium". Dementsprechend würden Investoren für nachhaltige Investments erwartete Rendite-Einbußen in Kauf nehmen. Empirische Arbeiten zu dem Thema sind nicht kohärent und zeichnen ein gemischtes Bild. Wie erklären Sie diese Divergenz?**

Vorweg: Grundsätzlich ist es so, dass der Klimawandel die zentrale Herausforderung ist und dass alles getan werden muss, um eben diesen Klimawandel zu bekämpfen - unabhängig von etwaigen Rendite-Überlegungen. Uns geht es in dem Paper darum, welche Maßnahmen tatsächlich helfen und welche Maßnahmen möglicherweise nur Augenwischerei sind oder im schlimmsten Fall gar in eine falsche Richtung führen.

Nun zu Ihrer Frage: Wenn man die klassische Kapitalmarkttheorie heranzieht, muss man davon ausgehen, dass eine breite Diversifikation grundsätzlich im Sinne der Anleger ist. Wenn man sich nun nur auf ein bestimmtes Kapitalmarktsegment beschränkt ist,

begrenzt man die Portfoliodiversifikation. Das ist die Betrachtung, die man einnehmen sollte, wenn man vor einer Investitionsentscheidung steht.

Nach einigen Jahren können die verschiedenen realisierten Renditen zu Gunsten eines bestimmten Marktsegments, in unserem Falle der grünen Investitionen, verschoben sein. Und das kann vor allem auch der Fall sein, wenn sich Rahmenbedingungen verändert haben. Wie wichtig diese grüne Transformation ist, zeigt sich unter anderem auch in der Reaktion der Aktienpreise der letzten Jahre.

Deshalb ist es wichtig zu unterscheiden: Zwischen einer Betrachtung, die vor einer Anlageentscheidung steht, die Grundsätze der Kapitalmarktentscheidung berücksichtigt, und dem tatsächlichen Ergebnis, das entstanden ist, wenn man nach einer gewissen Zeit auf diese Entscheidung schaut. Unternehmen, die bereits Ex-Ante nachhaltiger waren, haben in den letzten Jahren profitiert.

**Aber Ex-Ante sollte man als Investor dennoch Rendite-Einbußen für grünere Investitionen erwarten?**

Das ist richtig. Das ist letztlich genau die unterschiedliche Betrachtung zwischen Ex-Ante und Ex-Post. Und in der Tat ist es so, dass gerade dadurch, dass jetzt in den letzten Jahren die Entwicklung immer mehr in Richtung grüner Märkte gegangen ist.

Unternehmen, die gut vorbereitet waren, haben in diesem Marktumfeld besser abgeschnitten. Unternehmen, die nicht gut vorbereitet waren, mussten zum Teil immense Teile Ihrer Investments abschreiben.



# Biodiversität und Klimawandel sind die planetaren Grenzen unseres Handelns

**Zum Problem der stetigen Reduzierung der Artenvielfalt schreiben Sie im Handelsblatt, privates Kapital sei unverzichtbar, welches gezielt eingesetzt werden müsste. Wie würde aus Ihrer Sicht diese gezielte Allokation, beziehungsweise Lenkung dieser Mittel aussehen? Regulatorisch getrieben, oder eher Markt getrieben und wenn ja, wie würde das aussehen?**

Wenn man sich die große Herausforderung der Biodiversität genau anschaut, dann stellt man fest, dass sie neben dem Klimawandel das zentrale Thema ist, das in der Frage der planetaren Grenzen behandelt werden muss. Gleichzeitig ist es so, dass die Anzahl der wissenschaftlichen Publikationen, auch die Intensität der öffentlichen Diskussion im Bereich der Biodiversität bisher deutlich hinter dem hinter der beim Klimawandel zurückgeblieben ist.

Das bleibt auch der Kern der Erklärung, wieso die Probleme bezüglich der Biodiversität von Investoren immer noch stiefmütterlich behandelt werden.

Beim Klimawandel ist es relativ einfach: Man schaut sich das Volumen der CO<sub>2</sub> Emissionen an, und man schaut sich an, wie sich die durchschnittlichen Temperaturen entwickelt haben. Eine solche Metrik gibt es für Biodiversität nicht. Deshalb wäre das erste Ziel, dass man in diesem Zusammenhang auf eine Messbarkeit hinarbeitet, wie unternehmerische Handlungen, sich auf die Biodiversität auswirken und damit eine vergleichbare Voraussetzung schafft, wie das auch beim Klimawandel der Fall ist.

**Die Frage ist, welche Metrik man hier anlegen könnte, weil aus meinem Verständnis Biodiversität ein sehr weit gefasster Begriff ist.**

Diese Metrik gibt es bisher noch nicht, zumindest nicht in einer Form, die allgemein akzeptiert ist. Das hängt mit der Komplexität des Themas zusammen: Die Vielfalt der Biodiversität lässt sich nicht in einer einfachen Kennziffer bemessen. Keiner weiß, inwiefern der Verlust einer bestimmten Tierart monetarisiert werden kann.

Anders ausgedrückt: Der Verlust eines Quadratkilometer Regenwalds in Brasilien hat vermutlich einen anderen Einfluss auf die Biodiversität des Planeten als der Verlust eines Quadratkilometers Wald im Schwarzwald. Hierzu gibt es jedoch noch keine Metriken. Das sind genau die Fragen, die offen sind.

Gleichzeitig ist es so, dass ich dafür plädieren würde, bereits jetzt zu handeln. - Dass man diese Dinge nach und nach berücksichtigt, um ein Bewusstsein bei den Unternehmen dafür zu schaffen, welche



externe Effekte das unternehmerische Handeln hervorbringt.

**Unternehmen fehlen oftmals jede Art von quantitativ bezifferbaren Werten. Läuft uns hier nicht die Realität davon, während wir die ersten Metriken entwickeln und darüber diskutieren, welche Teile der Biodiversität berücksichtigt werden sollen?**

Die Gefahr ist real und aus dem Grunde kommt mein Vorschlag zu sagen: Selbst, wenn wir noch nicht genau wissen, welche Kennzahlen es am Ende sein könnten. Ich plädiere dafür, dass wir dennoch beginnen Bestimmte zu nutzen, die bewusst eher allgemein sind. Diese sind im Zweifel nicht die akkuratesten Mittel, um die Auswirkungen unternehmerischen Handelns zu quantifizieren, jedoch schaffen Sie ein Bewusstsein bei Unternehmen und Konsumenten.

**Sie sprachen den Klimawandel schon an: Das prominenteste Ziel ist die Reduzierung des CO<sub>2</sub> Ausstoßes: An vielen Punkten stehen sich die Ziele zur Eindämmung von CO<sub>2</sub> Emissionen und die des Artenschutzes diametral gegenüber („We had to loot the planet in order to save it“, Economist, 2023). Wie wäre Ihr Ansatz, diese beiden Ziele miteinander zu vereinbaren oder zu vereinen. Geht dies überhaupt, oder hat man einen Zielkonflikt?**

Ist es in der Tat so, dass diese beiden Themen im Allgemeinen als die beiden zentralen planetaren Grenzen beschrieben werden.

Und es ist auch so, dass es durchaus unterschiedliche Zielkonflikte gibt zwischen den beiden. Das kann man an unterschiedlichen Stellen immer wieder feststellen, dass wenn wir über das Thema Wasserkraft nachdenken und zum Beispiel Staudämme, die möglicherweise dabei helfen, die Wasserkraft stärker für die Energieer-

# Biodiversität und Klimawandel sind die planetaren Grenzen unseres Handelns



zeugung zu nutzen, dann hätte das den Vorteil für die CO<sub>2</sub> Fragen, könnte aber große Nachteile haben für die Biodiversität, weil einfach der Austausch der Arten dort nicht mehr so gewährleistet ist. Ein anderes Beispiel ist der Abbau von Lithium, welcher extrem wasserintensiv ist. Diese Zielkonflikte gibt es.

Andererseits gibt es auch eine ganze Reihe von Bereichen, in denen sich die jeweiligen Ziele auch überlappen. Gerade hier ist es wichtig, komplementäre Effekte zu erfassen und von der umfangreichen Forschung rund um den Klimawandel im Zuge der Forschung zur Biodiversität zu profitieren.

**Sie haben die CO<sub>2</sub>-Steuer bereits angesprochen. Sie wird im Allgemeinen als valides Mittel bezeichnet, um die entstehenden Externalitäten vom Treibhausgas zu internalisieren. Dennoch wurde der initiale CO<sub>2</sub> Preis auf 25€ festgesetzt; bis 2026 soll er zwischen 55 und 65 € pro Tonne rangieren. Obwohl im Allgemeinen positiv eingeschätzt, wird vor allem der initial zu niedrige Preis und der Korridor-Mechanismus kritisiert. Würden Sie hier zustimmen, dass der Preis initial und auch in naher Zukunft noch zu gering ist, um einen realen Effekt zu haben? – Können Sie im Zweifel auch Gründe für die Ausgestaltung geben?**

In der Tat ist es so, dass gerade die Naturwissenschaften immer wieder darauf hinweisen, dass der CO<sub>2</sub>-Preis höher angesetzt werden sollte. Durch den Krieg in der Ukraine haben wir nun einen Effekt beobachtet, der eigentlich ungewollt kommt, aber dennoch hilfreich ist. Denn: Durch den russischen Angriffskrieg gegen die Ukraine ist ja insgesamt das Preisniveau bei den fossilen Brennstoffen massiv nach oben gegangen, zumindest kurzfristig.

Wir stellen aufgrund dessen Verhaltensänderung seitens der Unternehmen und der Konsumierenden fest, sodass die Effekte, die wir

langfristig über einen CO<sub>2</sub>-Preis erreichen wollten, jetzt schon ein bisschen früher kommen.

Wir hätten uns alle einen anderen Grund gewünscht, dennoch ist zu beobachten, dass ein höherer Preis auf den entsprechenden Märkten eben genau zu dem gewünschten Effekt führen kann. Deshalb ist es auch wichtig, dass man diesen Mechanismus als zentralen Mechanismus in der gesamten Betrachtung herausstellt.

Aus meiner persönlichen Sicht, und dies haben wir auch in dem Papier beschrieben, halten wir diesen Mechanismus für deutlich wirksamer als das, was Kapitalmärkte allein bewirken können, weil damit natürlich ganz klare Rahmenbedingungen festgelegt werden, mit denen Investitionsentscheidungen getroffen oder eben nicht getroffen werden. Wenn man jetzt in der Finanzwelt eine Investitionsentscheidung trifft und eine Nettobarwert-Berechnung vornimmt und dann in dieser Nettobarwert berechnet auch den Preis für CO<sub>2</sub> beinhaltet, dann ist es ein sehr wirksamer Lenkungsmechanismus.

**Aber gab es vielleicht auch gute Gründe, dass der Preis initial so niedrig war?**

Es gibt natürlich politische und soziale Aspekte, die zu berücksichtigen sind: Die Einführung eines CO<sub>2</sub>-Preises muss sozial abgefedert sein. – Die Marktteilnehmer, die initial und direkt davon betroffen sind, sollen nicht in finanzielle Probleme stürzen.

Zum anderen muss man auch beachten, dass die Innovation damit natürlich auf Trapp gebracht werden muss. Und da bin ich verhalten optimistisch, wenn man gerade im Bereich der Energieerzeugung sieht, dass er sehr viele neue Vorhaben gestartet werden und diese neuen Vorhaben auch in absehbarer Zeit aus meiner Sicht zu einer deutlichen Entlastung an CO<sub>2</sub> bei der Energieerzeugung führen werden.

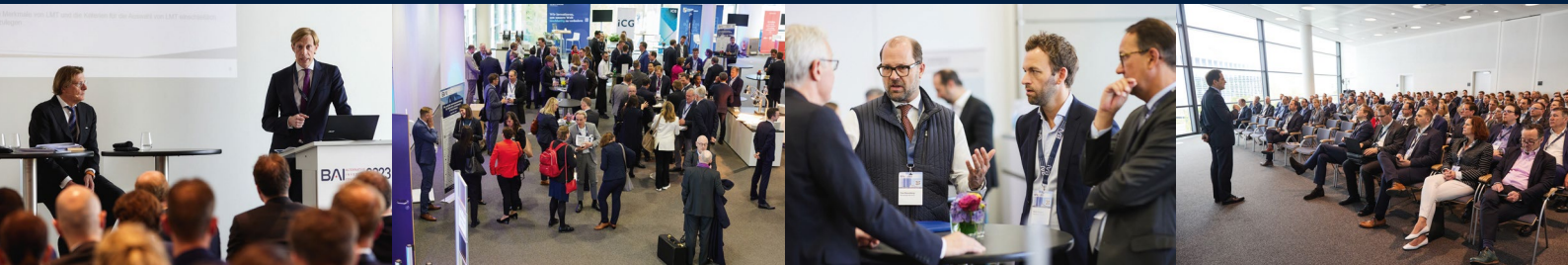
## Kontakt und Autor:

**BAI e.V.**  
**Tel.: +49 228 969870**  
**www.bvai.de**

*Luis Kaiser*  
Werkstudent  
E-Mail: [kaiser@bvai.de](mailto:kaiser@bvai.de)

Save the Date:  
**22. - 24. April 2024**  
**Kap Europa, Frankfurt**

**Impressionen und Fakten der BAI Alternative Investor Conference 2023**



Rund 900 Teilnehmende • 80 Sponsoren und Medienpartner • 6 Keynote-Speeches • Pre-Event zu: „Recht und Regulierung“ • 35 Fachvorträge • Exklusiver Workshop für Endinvestoren • Investorendinner mit 65 Teilnehmenden • Großes Get-together mit Prof. Dr. Ricarda Rehwaldt • und vieles mehr...

„Ein gelungenes Event mit der guten Mischung aus interessanten Vorträgen und der Möglichkeit des Networking, Austausches und Wiedersehens.“ Daniela Neffgen, Portfoliomanagerin, Debeka

„Unverzichtbares Event für institutionelle und professionelle Anleger!“

Maria Andersson, Geschäftsführerin, GWA Management GmbH & Co. KG

„Das Klassentreffen der deutschen AI Branche.“

Dr. Daniel Schmidt, Stv. Zentralbereichsleiter Treasury, Kreissparkasse Böblingen

Wir bedanken uns herzlich bei allen Sponsoren und Partnern für die Unterstützung der AIC 2023:



Seit Beginn des Jahres haben wir 18 neue Mitglieder gewinnen können.

Wir freuen uns, nun auch

- derigo GmbH & Co. KG
- Eiffel Investment Group
- Greenberg Traurig Germany, LLP
- Kartesia Management S.A.R.L.
- McDermott Will & Emery Rechtsanwälte Steuerberater LLP
- Orbit Partnerschaft von Rechtsanwälten mbB
- Vertevis Capital Partners GmbH
- Yester & Morrow Rechtsanwaltsgesellschaft mbH

als Mitglieder begrüßen zu dürfen.

Eine Übersicht über alle 282 BAI-Mitglieder finden Sie [hier](#).



## Eiffel Investment Group

Eiffel Investment Group ist ein Portfoliomanager mit einem verwalteten Vermögen von mehr als 5 Milliarden Euro. Die Anlegerbasis von Eiffel besteht aus großen institutionellen Anlegern (Versicherungsgesellschaften, Investmentfonds, Pensionsfonds, Banken, große Family Offices, öffentliche Anleger) sowie aus Einzelanlegern, die über Privatkundenvertriebskanäle investieren. Die Eiffel Investment Group wird von der Impala-Gruppe unterstützt, die von dem Unternehmer Jacques Veyrat gegründet wurde, und nutzt ihre starke unternehmerische Expertise insbesondere im Bereich der Energiewende, aber auch in den Sektoren Gesundheit, Agrar- und Ernährungswirtschaft sowie Informations- und Kommunikationstechnologie. Eiffel finanziert Unternehmen und deren Vermögenswerte über vier Hauptstrategien: Private Debt, Private Equity, Infrastruktur für die Energiewende sowie börsennotierte Aktien und Kredite.



## Greenberg Traurig Germany, LLP

Die Praxisgruppe Private Funds der globalen Wirtschaftskanzlei begleitet komplexe Fondsstrukturierungen sowie Zielinvestments. Sie berät zu allen Fragen der europäischen und deutschen Regulierung von Investmentfonds, ESG Regulierung sowie des Versicherungsaufsichtsrechts. Die Anwälte verbinden in ihrer Beratung rechtliche Präzision mit wirtschaftlichem Verständnis und fundiertem Wissen in Bezug auf die spezifische Marktsituation. Zu den Mandanten zählen nationale und internationale Sponsoren, Fondsmanager, führende deutsche Versicherungsunternehmen und andere institutionelle Investoren.

Weltweit sind 2.650 Anwälte in den Vereinigten Staaten, Europa, Asien, dem Nahen Osten und Lateinamerika an 45 Standorten für ihre Mandaten da und entwickeln für sie wirtschaftlich sinnvolle sowie maßgeschneiderte Strategien. Dafür empfehlen renommierte Rechtshandbücher regelmäßig die Anwälte von Greenberg Traurig.



### Kartesia Management S.A.R.L.

Kartesia ist ein führender europäischer Spezialanbieter von Kapitallösungen für kleine und mittlere Unternehmen. Wir bieten Sponsoren, Managementteams und Unternehmen in allen Situationen kluge und maßgeschneiderte Finanzierungslösungen, die es diesen ermöglicht, die Wertschöpfung zu sichern oder zu beschleunigen. Wir sind ein langfristiger und beziehungsorientierter Investor mit dem Ziel, unseren Anlegern stabile und überdurchschnittliche risikobereinigte Renditen zu bieten, indem wir ein diversifiziertes Portfolio mit starker Downside Protection aufbauen. Wir verwalten derzeit über €5 Mrd. in vier Kreditstrategien – Opportunistic Credit, Senior Direct Lending, Impact Debt und Structured Credit (CLOs). Unsere Erfolgsbilanz umfasst mehr als zehn Jahre, in denen wir über alle Strategien und Vintages hinweg hohe risikobereinigte Renditen bei limitierten Verlusten erzielt haben.



### McDermott Will & Emery Rechtsanwälte Steuerberater LLP

McDermott Will & Emery ist eine international führende Anwaltssozietät mit über 1.400 Rechtsanwältinnen und Rechtsanwälten an mehr als 20 Standorten in Europa, Nordamerika und Asien. In Deutschland sind wir mit unseren Büros in Düsseldorf/Köln, Frankfurt und München vertreten, wo über 130 Rechtsanwältinnen und Rechtsanwälte unsere Mandanten in allen wesentlichen Bereichen des Wirtschaftsrechts beraten. McDermott Will & Emery zählt zu den führenden Kanzleien in den Bereichen Private Equity und Investmentfonds in Deutschland. Wir beraten u. a. Investoren, Initiatoren, Fonds- und Asset-Manager bei Transaktionen, Strukturierungen, Finanzierungen, Steuern sowie im Aufsichts- und Gesellschaftsrecht.



### Orbit Partnerschaft von Rechtsanwälten mbB

Orbit ist eine schwerpunktmäßig in Deutschland und Europa tätige Kanzlei-Boutique und die erste ausschließlich auf das Fondsrecht spezialisierte Kanzlei in Deutschland.

Orbit bietet mandantenzentrierte Rechtsberatung in allen Fragen des Fondsrechts und der Investitionen in Alternative Anlagen im Schnittpunkt zwischen Gesellschafts-, Aufsichts- und Steuerrecht sowie internationaler Marktstandards.

Orbit berät Fondsmanager und -initiatoren sowie institutionelle, öffentliche und private Investoren in allen Bereichen des Alternativen Anlageuniversums zu Strukturierung, Regulierung, Steuern, Fonds-Due –Diligence, ESG, Compliance und allen verbundenen Fondsthemen. Einen Fokus bilden Venture Capital, Private Equity, Infrastructure, Krypto, Technologie-Transfer, DeepTech, Impact, ESG, MedTech, Aerospace, New Space und Venture / Private Debt.



## Vertevis Capital Partners GmbH

Vertevis Capital Partners ist eine 2022 gegründete Impact-Private-Equity-Gesellschaft mit Sitz in Frankfurt am Main. Die Investmentstrategie umfasst die Themen „Climate Solutions“ und „Human Development“ – mit dem Ziel, die klimatischen und ökologischen Bedingungen sowie die menschliche und gesellschaftliche Entwicklung positiv zu beeinflussen. Die Investitionsanlässe sind Wachstums-/ Expansion- und Nachfolgesituationen (Buyout) bei profitablen, wachstumsstarken Small- und Mid-Cap-Unternehmen im DACH-Raum, die Nachhaltigkeitsziele verfolgen. Aus tiefer Verpflichtung für die Interessen der LPs beinhaltet der Ansatz auch ein ausgeprägtes Risiko-Management. Das internationale, diverse Team kombiniert Expertise aus den Bereichen Private Equity, Venture Capital, Value Creation und Sustainability. Konsequenterweise wird der Fonds ein Artikel-9-konformes Produkt gemäß SFDR sein.

## Yester & Morrow Rechtsanwaltsgesellschaft mbH

### Leistungsspektrum

Interdisziplinäre Beratung zu alternativen Investmentvermögen für Investoren, Kapitalverwaltungsgesellschaften, Asset Manager und Verwahrstellen. Strukturierung von Investmentvermögen und Einzelinvestments. Beratung zu rechtlichen, steuerlichen und aufsichtsrechtlichen Aspekten.

### Ansatz

Alternative Investments sind interdisziplinäre Teamarbeit über den Lebenszyklus der Investition. Unser Beratungsansatz verbindet ein tiefes Verständnis der Geschäftsprozesse unserer Mandanten mit der Fähigkeit, die Vorteile und Herausforderungen von Investitionsstrukturen aus rechtlicher und steuerlicher Sicht (digital) zu systematisieren, um die Chancen für unsere Mandanten aufzuzeigen und die Risiken zu bewerten.

SAVE THE  
DATE

# BAI Real Assets Symposium

Donnerstag, 19. Oktober 2023

The Westin Grand • Frankfurt

Mit einer Keynote von Prof. Marcel Fratzscher, PhD,  
Präsident, DIW Berlin



@ DIW Berlin / B.Dietl

- Innovative Strategien für Ihr Real Estate Exposure
- Commercial Real Estate Debt-Strategien
- Real Estate Value Add Opportunities
- Finding Value in Distressed Real Estate Assets
- Infrastructure Equity Opportunities
- Energieeffizienz als Assetklasse
- Batteriespeicher als Assetklasse
- Junior Debt Kreditbesicherung
- und vieles mehr

Get-together Speech von Sebastian Kienle,  
IRONMAN Weltmeister, sponsored by



## Lead Sponsor



## Silber-Sponsoren



## Panel Sponsor



## Medienpartner





Auf der Alternative Investors Conference (AIC) 2023 hatten wir die Möglichkeit, ein Gespräch mit Prof. Dr. Ricarda Rehwaldt (Professorin an der International University of Applied Sciences und Glücksforscherin), der diesjährigen Get-together-Speakerin, zu führen. Frau Professor Dr. Ricarda Rehwaldt ...

## ... zur Unterscheidung von Glück und Zufriedenheit im Arbeitsalltag:

Die beiden Begriffe werden in der Wissenschaft auch gerne miteinander verbunden, es sind jedoch verschiedene Dinge. Wie genau beide Gefühle zueinanderstehen, das kann ich nicht pauschal beantworten, aber Fakt ist, dass Arbeitszufriedenheit sich erstmal grundsätzlich von Glück unterscheidet.

Eine Person kann zufrieden sein, wenn sie auf der Couch liegen, Chips essen und sich berieseln lassen kann. Menschen sind auch zufrieden mit ihrem Gehalt, Status und moderater Arbeitsbelastung, alles Aspekte, die von außen kommen. Für Glück aber müssen wir selbst aktiv gewesen sein. Das ist ein entscheidender Unterschied. Auch die Effekte, die messbar sind, auf die Mitarbeitenden unterscheiden sich grundsätzlich: Glückliche Menschen sind kreativer und zeigen im Arbeitsumfeld öfter innovatives Verhalten. Das ist bei zufriedenen Mitarbeitenden so nicht feststellbar.

## ... zur Feedbackkultur in Unternehmen:

Eine positive Feedbackkultur ist extrem wichtig, wird aber leider schon in unserem defizitorientierten Schulsystem abtrainiert. So wird in Diktaten nur mit rot markiert, was falsch gemacht wurde. Es sollte einleuchtend sein, dass eine solche Herangehensweise

demotivierend wirkt. An vielen Stellen wird diese Herangehensweise in die Arbeitswelt übertragen.

Wir könnten ja genauso gut die Anzahl der richtig geschriebenen Worte darunterschreiben, was im Zweifel eine viel größere Zahl wäre. Das wirkt sehr motivierend.

Wenn man zu positiven Arbeitsergebnissen und Arbeitsverhalten konsequent positives Feedback gibt, werden die Mitarbeitenden irgendwann mehr davon zeigen und automatisch weniger davon, was negativ aufgefallen ist. Denn wenn wir acht Stunden arbeiten, können wir auch nur acht Stunden Verhalten zeigen. Mehr positives Arbeitsverhalten reduziert also automatisch negatives Arbeitsverhalten.

Wenn man Mitarbeitenden hingegen ausschließlich negatives Feedback gibt, fangen die Mitarbeitenden an, Feedback und Rückmeldung zu vermeiden und „ducken“ sich eher weg, als proaktiv und engagiert neue Aufgaben anzugehen. Menschen sind nicht mehr proaktiv und innovativ, sondern machen nur noch Dienst nach Vorschrift.

## ... zum richtigen Delegieren von Aufgaben:

Bei Übergabe von Aufgaben an Mitarbeitenden sollte auch die Freiheit, wie die Aufgabe erledigt wird, übergeben werden. Mitarbeitende, die zwar Verantwortung aber keinen Handlungsspielraum bekommen, erkranken häufiger an Herzkrankheiten, arbeiten unter Druck und sind insgesamt unglücklicher. Mitarbeitenden, denen vertraut wird und die Freiheit in ihrer Arbeit genießen, sind glücklicher und damit auch produktiver.





## ...zur Aufgabenverteilung, gerade bei monotonen Aufgaben:

Egal bei welcher Aufgabe: Es gibt immer einen Grund zur Motivation. Das ist bei wiederkehrenden Aufgaben zumeist die Prozessoptimierung. So sucht man für solche Aufgaben Mitarbeitende, die gerne detailorientiert arbeiten und wiederkehrende Prozesse stetig optimieren wollen.

Vermitteln Sie den Sinn der Aufgabe: Wenn Mitarbeitende um die Relevanz und Wichtigkeit einer Aufgabe wissen, dann werden Aufgaben gewissenhafter und nachhaltiger erledigt. Der Sinn-Faktor wird häufig unterschätzt und kann Mitarbeitende auch motivieren auch monotone Routinearbeiten sorgfältig abzuarbeiten. Eine Aufgabenverteilung sollte möglichst im Team besprochen werden, da alle zusammen überlegen können, wie man Aufgaben sinnvoll auf alle Schultern verteilen kann. Zum erzeugt das Mitbestimmung, zum anderen können die Mitarbeitenden gleich zustimmen oder ablehnen, weil sie zumeist selbst wissen, wie es um ihren Wissensstand und Arbeitsbelastung steht, um die Aufgabe im Zeitrahmen und angemessen zu erledigen.

## ... und wenn es wirklich hakt mit der Motivation?

Es sollte in einem Team keine Aufgaben geben, die wirklich gar keiner machen will. Ich würde sagen, dass dann die Teamzusammensetzung nicht stimmt und man hier noch einmal schauen muss, welche Mitarbeitenden das Team noch unterstützen sollten.

## ... zu Homeoffice

Letztendlich geht es gar nicht wirklich um das Homeoffice. Es geht um einen flexiblen Arbeitsplatz. Menschen möchten gerne selber entscheiden, wie sie arbeiten. Statistisch betrachtet, wollen die meisten Menschen entweder zwei oder drei Tage daheim arbeiten und an den anderen Tagen ins Büro gehen.

Eine gemeinschaftliche Entscheidung wäre hier wichtig. Die Mitarbeitenden können mitbestimmen. Nach einer gemeinsamen Entscheidung fühlen sich die Mitarbeitenden gehört und sie ziehen alle an einem Strang. So werden die Entscheidungen viel besser angenommen werden.

## ... zum Nachwuchsproblem in kleineren Unternehmen:

Kleine Unternehmen könnten aus meiner Sicht ihre Nachwuchsprobleme lösen, wenn Sie ihre Vorteile gegenüber großen Unternehmen ausspielen: Wir wissen aus der Forschung zum Beispiel, dass die Menschen in kleinen Unternehmen glücklicher sind als in großen.

Das hat mit dem Sinn bei der Arbeit zu tun. Im großen Unternehmen ist die Aufgabenteilung einfach noch viel breitgefächerter und manchmal wissen die Mitarbeitenden gar nicht mehr, wofür jetzt diese eine Aufgabe, die man gerade macht, noch gut ist.

Vor allem junge Leute arbeiten beispielsweise gerne in Start-ups, weil es sehr familiär ist und weil man sehr viele Aufgabenbereiche bespielen kann. Diese Kultur können sich auch andere kleinere Betriebe zu eigen machen.

Kleinere und Kleinstunternehmen sollten sich auf ihre Stärken fokussieren und nicht den monetären Vorteilen, die größere Unternehmen bieten, nachjagen.

Zufriedenheit zu erkaufen ist teuer. Im Schnitt gewöhnen sich Menschen in ungefähr drei Monaten an neue Umstände: wie Gehaltserhöhung, Firmenwagen, etc. Danach braucht man den nächsten Anreiz. Das ist für manche Unternehmen dauerhaft teuer. Es ist sozusagen Schmerzensgeld für die Mitarbeitenden. Die Mitarbeitenden halten es noch aus, weil sie nochmal einen Bonus bekommen haben. Langfristig bringt das keinem etwas, und das ist für kleinere Unternehmen auch nicht bezahlbar.

## ... über die Arbeitswelt im Allgemeinen:

Es wäre grundsätzlich besser, wenn es gesellschaftlich und beruflich akzeptierter wäre, wenn Menschen in Deutschland weit häufiger den Arbeitsplatz wechseln, nämlich so wie es in die jeweilige Lebenssituation passt.

Bedürfnisse sind nicht linear. Wenn man eine Familie möchte und Kinder bekommen hat, ist Führungsverantwortung von über 100 Personen im Zweifel nicht mehr das große Lebensziel, da wollen sie sich abends ruhig schlafen legen können, ohne dass noch dringend das ein oder andere geklärt werden muss. Oder man entscheidet sich noch einmal in der Lebensmitte, sich beruflich neu zu orientieren und eine weitere Ausbildung zu beginnen und suchen sich einen Teilzeitstelle, um das Studium zu finanzieren.

## Autor:

**BAI e.V.**

**Tel.: +49 228 969870**

**www.bvai.de**

*Luis Kaiser*

*Werkstudent*

*E-Mail: kaiser@bvai.de*



## Prof. Dr. Ricarda Rehwaldt

Professorin für Psychologie, Gesellschafterin und Geschäftsführerin der FELICICON GmbH und Gründerin der Happiness & Work Akademie ([www.happinessandwork.de](http://www.happinessandwork.de))

Systemischer Coach mit den Schwerpunkten Positive Leadership, Steuerung von Arbeitsemotionen, Effizienz, Resilienz und Entwicklung von Präsenz und Durchsetzungsvermögen bei Kunden und in Managementrunden u. v. m.

Organisations- und Managementberaterin mit den Schwerpunkten Positive Organizational Leadership, Unternehmenskommunikation, Employer Branding, Strategieentwicklung, Begleitung von Veränderungsprozessen und nachhaltiger Kulturentwicklung

## Kontakt

*E-Mail: [office@felicon.com](mailto:office@felicon.com)*

*Tel.: +493078714337*

*Web: [www.felicon.com](http://www.felicon.com)*

# Infrastruktur kann 60/40-Portfolios widerstandsfähiger machen

## Marketinginformation

Privatmarktanlagen haben sich zu einer wichtigen Anlageklasse für institutionelle Anleger entwickelt. Langfristig planbare und häufig an die Inflationsentwicklung gebundene Ertragsströme sowie Diversifikationseffekte im Verhältnis zu anderen Vermögensklassen sprechen für sich. Gerade in unruhigen Marktphasen können Infrastrukturanlagen mehr Struktur ins Portfolio bringen und einen wichtigen Beitrag zur Portfoliooptimierung in Bezug auf Risiko und Rendite leisten. Das Umfeld könnte aktuell kaum besser sein angesichts des gewachsenen Bedarfs an Infrastrukturinvestitionen, vorteilhafter wirtschaftspolitischer Rahmenbedingungen und des neuen Marktregimes an den Kapitalmärkten.

Zentrale Drehschraube für den Erfolg nicht nur institutioneller Investoren ist die Asset-Allokation. Die insbesondere in der angelsächsischen Welt und bei unregulierten Investoren typische Allokation von 60 % in Aktien und 40 % in Anleihen dürfte vor dem Hintergrund eines neuen Marktregimes nur noch eingeschränkt zur Erreichung der Portfolioziele beitragen. Denn in Zeiten höherer Makro- und Marktvolatilität lassen sich die Rendite- und Risikobeiträge an den Wertpapiermärkten schwerer planen. Die Notenbanken haben der Inflation den Kampf angesagt, und trotz deutlich gestiegener Zinsen ist noch nicht absehbar, wann die Teuerungsrate auf die Zielmarke von 2 % fällt. Auf die Triebkräfte der durch fortschreitende Globalisierung, solides Wachstum und sinkende Zinsen geprägten Phase der „Great Moderation“ sollten Investoren im aktuellen Umfeld nicht mehr zählen. Wir gehen nicht davon aus, dass diese Phase des Beta-Play mit sehr auskömmlichen und weitgehend kalkulierbaren Marktrenditen noch länger anhält. Nun ist ein aktiverer Ansatz gefragt, bei dem Infrastrukturanlagen eine zentrale Rolle einnehmen könnten.

## Ohne Infrastrukturinvestitionen keine Energiewende

Energie, Verkehr oder Kommunikation – wir sind umgeben von Infrastruktur. Infrastruktur ist der Dreh- und Angelpunkt, der das Leben und Wirtschaften in der entwickelten Welt überhaupt erst möglich macht, und – wahrscheinlich noch wichtiger – der Schlüssel zur Transformation in Richtung einer klimaneutralen Wirtschaft. Die Zahlen sprechen für sich: Jeder in Infrastruktur investierte Dollar sorgt nach Berechnungen des Council on Foreign Relations im Schnitt für einen Anstieg des Bruttoinlandprodukts um weitere drei Dollar.<sup>1</sup> Allein die weltweit benötigten Investitionen im Zuge der Umstellung auf erneuerbare Energien dürften sich der Internationalen Energieagentur IEA zufolge bis 2050 auf

<sup>1</sup> Quelle: Council on Foreign Relations, November 2021.



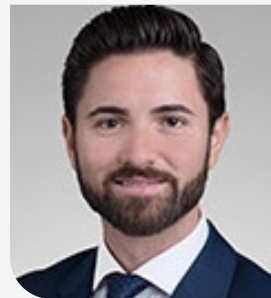
**Harald Klug**

Leiter des Geschäfts mit institutionellen Kunden in Deutschland und Österreich, BlackRock



**Freerk Spoorenberg**

Head of Product Strategy, BlackRock Infrastructure Equity



**Ersin Yorulmaz**

Leiter Vertrieb Alternative Anlagen, Osteuropa, Deutschland und Österreich, BlackRock

100 Billionen US-Dollar summieren.<sup>2</sup> Und: Infrastruktur ist ein Jobmotor. Die Unternehmensberatung McKinsey hat errechnet, dass bis 2050 rund 200 Millionen neue Stellen im Bereich sauberer Energie entstehen werden.<sup>3</sup>

## Rückenwind aus der Politik

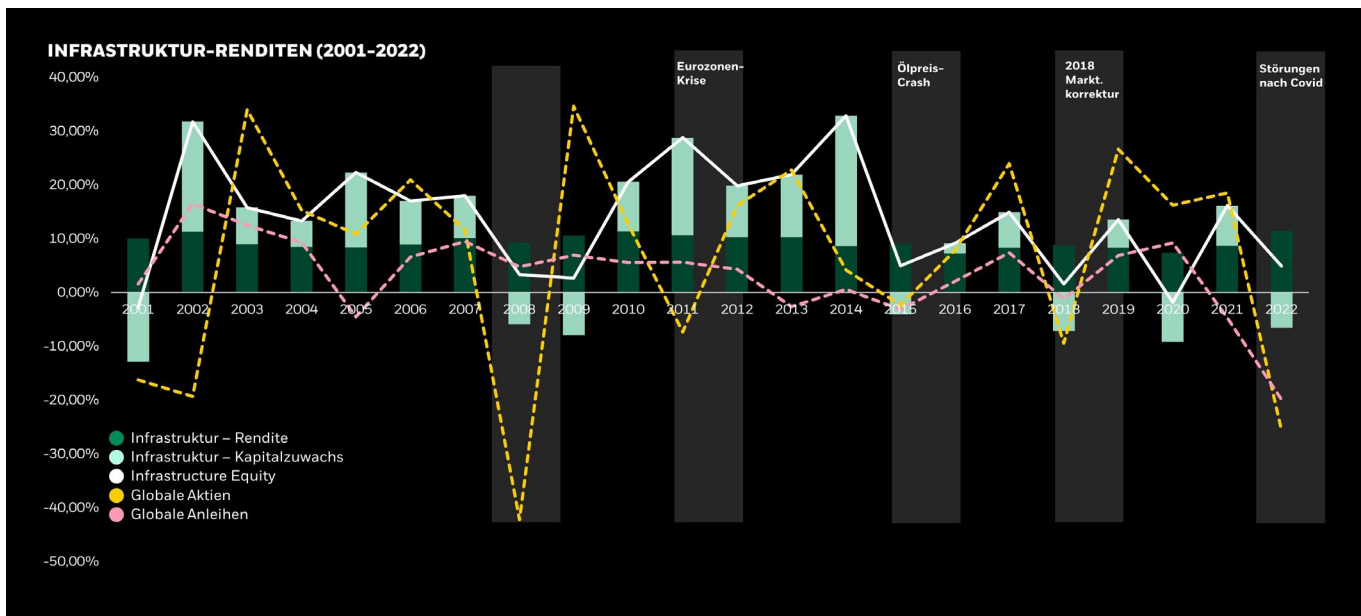
Die Transformation zu einer Netto-Null-Wirtschaft hat weltweit hohe politische Priorität. So dürfte der 370 Milliarden US-Dollar schwere Inflation Reduction Act entscheidend dazu beitragen, dass sich der Kapazitätsausbau im Bereich der Erneuerbaren in den USA beschleunigt: In den kommenden fünf Jahren dürften so hohe Kapazitäten wie in den vergangenen 20 Jahren ans Netz gehen. In Europa sorgen der Green Deal und das REPowerEU-Programm durch ambitioniertere Ziele für einen schnelleren Ausbau erneuerbarer Energien. Ähnliche Programme und Zielsetzungen verfolgen inzwischen auch viele der reiferen Volkswirtschaften in der Region Asien-Pazifik.

<sup>2</sup> Quelle: International Energy Agency (IEA), World Energy Outlook 2022.

<sup>3</sup> Quelle: McKinsey Center for Future Sustainability Insights, Outlook 2022.

# Infrastruktur kann 60/40-Portfolios widerstandsfähiger machen

Abbildung 1:



Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Ergebnisse. Alle Investitionen sind mit Risiken verbunden, einschließlich des möglichen Verlusts des investierten Geldes. Die Performanceergebnisse können variieren. Dementsprechend kann die Wertentwicklung höher oder niedriger sein als die angegebenen Ergebnisse. BlackRock, 22. Mai 2023. Die Indexrenditen dienen nur zur Veranschaulichung. Die Indexperformance spiegelt keine Verwaltungsgebühren, Transaktionskosten oder Aufwendungen wider. Indizes werden nicht verwaltet; eine direkte Anlage in einen Index ist nicht möglich. Quelle: BlackRock, 22. Mai 2023. BlackRock, mit Daten von Bloomberg und EDHEC. Anmerkungen: Die grün eingefärbten Balken geben den EDHEC Infra300-Index wider, aufgeteilt in Rendite und Kapitalzuwachs. Direkte Infrastrukturanlagen sind durch den EDHEC Infra300 Index repräsentiert; globale Aktien beziehen sich auf den MSCI ACWI Global Equities und globale Anleihen auf den BBG Barclays Global Aggregate Index.

## Stetige Ertragsströme

Infrastrukturanlagen haben in der Vergangenheit stetige und vom Marktgeschehen unabhängige Erträge erwirtschaftet. Die Anlageklasse konnte ihre Stabilität auch während der globalen Finanzkrise 2008 und in der schwierigen Marktphase 2022 unter Beweis stellen, wie die Abbildung 1 veranschaulicht. Dabei erzielt die Anlageklasse aktienähnliche Renditen mit geringerem Risiko und einer ähnlichen Stabilität wie Anleihen.

Die Stabilität der Erträge von Infrastrukturanlagen hängt mit drei Faktoren zusammen:

1. Intrinsic Value: Infrastrukturanlagen sind in der Regel über den gesamten Konjunkturzyklus hinweg ein Wertaufbewahrungsmittel, da sie unverzichtbar sind und erhebliche Investitionen für den Bau und die Instandhaltung dieser Anlagen erforderlich sind.
2. Idiosynkratische Eigenschaften: Die Renditen ergeben sich aus der Gesamtperformance des Vermögenswerts und nicht aus der Entwicklung der Kapitalmärkte. Langfristige Vertragsvereinbarungen sorgen für geringe Volatilität und stabile Cashflows.
3. Geringe Volatilität. Die mit den Infrastrukturanlagen verbundenen Einnahmen sind durch langfristige Verträge mit kredit-

würdigen Unternehmen gesichert, was zu stabilen Cashflows beitragen kann.

## Schutz gegen Inflation

Investoren müssen sich auf Sicht mit einer tendenziell höheren Inflation abfinden. Viele Infrastrukturanlagen aber weisen Preisstrukturen auf, die einen expliziten inflationsgebundenen Preismechanismus enthalten. Diese Preisstrukturen sind besonders bei langfristigen Verträgen wichtig, um eine Abhängigkeit von Volumen und Rohstoffpreisen zu vermeiden. Auf diese Weise können die Einnahmen und Cashflows mit den steigenden Preisen Schritt halten, um eine Verringerung der Marge zu vermeiden. So führen Versorgungsunternehmen in der Regel Tarifverhandlungen mit den Regulierungsbehörden, und viele Projekte im Bereich der erneuerbaren Energien haben Stromabnahmevereinbarungen (PPA) oder Take-or-pay-Verträge, die den Kauf von Energie in vereinbarten Mengen und zu stabilen Preisen über einen bestimmten Zeitraum ermöglichen. Das hat auch in den vergangenen 20 Jahren dazu geführt, dass Infrastructure Equity (gemessen am EDHEC 300 Index<sup>4</sup>) in Phasen höherer

4 Der EDHEC Infra300 Aktienindex bildet die vierteljährliche Wertentwicklung von 300 nicht börsennotierten Infrastrukturanlagen ab. Die Unternehmen werden so ausgewählt, dass sie eine repräsentative Stichprobe nach TICCIS-Kategorien aus einem zugrunde liegenden Universum von fast 6000 Unternehmen in 22 Ländern bilden.

# Infrastruktur kann 60/40-Portfolios widerstandsfähiger machen

Inflation – sowohl bei niedrigem als auch höherem Wachstum – eine höhere Gesamtrendite als Aktien oder Anleihen erzielen konnte.<sup>5</sup> BlackRock hat über seine Risikomanagementplattform Aladdin in einem Stresstestszenario errechnet, dass sich in einem klassischen 60/40-Portfolio mit jeder 2,5-prozentigen Beimischung von Infrastrukturanlagen der maximal zu erwartende Verlust um rund 80 Basispunkte reduzieren lässt. Grundlage für die Berechnung bildeten die Rahmendaten der Stagflation im Jahr 1974.

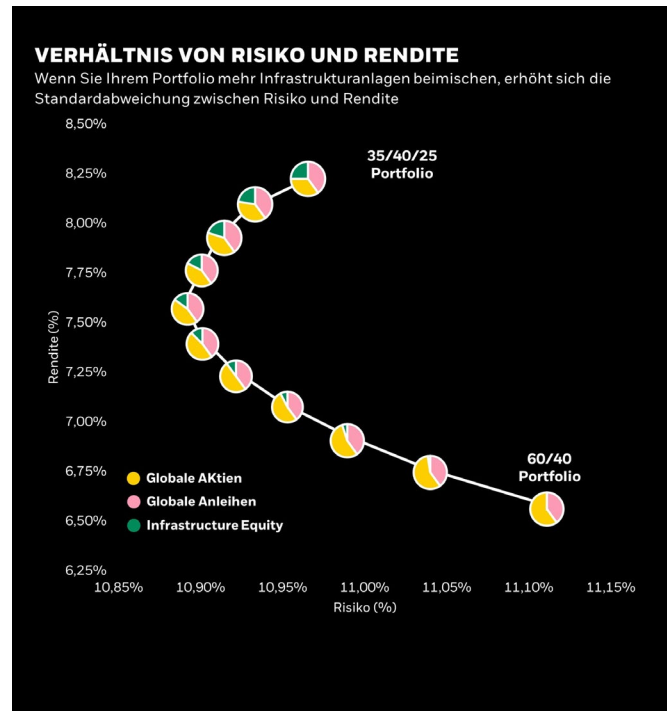
## Diversifikation

Spätestens seit sich 2022 die typischerweise negative Korrelation von Aktien und Renten ins Positive drehte, dürfte es offensichtlich sein, dass die Kapitalmarktannahmen der „Great Moderation“ nicht mehr ausreichen, um ein Portfolio widerstandsfähig zu machen. Aufgrund ihrer idiosynkratischen Risiken korrelieren Infrastrukturanlagen schwach beziehungsweise nahezu gar nicht mit den systematischen, kapitalmarktgebundenen Risiken von globalen Aktien (0,62) und globalen Anleihen (0,16). Die Ergänzung eines traditionellen 60/40-Portfolios um Infrastrukturanlagen kann dessen Risiko senken und das Renditepotenzial erhöhen. Die Assetklasse trägt somit wesentlich zu einer erhöhten Portfolioeffizienz und zur Stabilisierung der erwartbaren Rendite bei, wie die Abbildung 2 zeigt.

## Bereit für den Wandel

Im 2023 Private Markets Survey von BlackRock gaben rund 69 % der befragten institutionellen Investoren an, dass sie planen, ihre Allokation in Infrastrukturanlagen zu erhöhen beziehungsweise beizubehalten (Quelle: BlackRock, März 2023). Der Auf- und Ausbau einer strategischen Allokation in Infrastrukturanlagen erscheint aus vielerlei Gründen für institutionelle Investoren eine logische Schlussfolgerung und eine sinnvolle Weiterentwicklung des 60/40-Portfolios für das neue Regime an den Kapitalmärkten zu sein. Gerade Investoren mit einem langfristigen Anlagehorizont und ambitionierten Renditezielen dürften die historischen Anlagemöglichkeiten im Bereich Infrastruktur zu schätzen wissen. Die Verbindung aus stetigen, aktienähnlichen Renditen, Inflationsschutz, niedriger Volatilität und geringer Korrelation mit Aktien und Anleihen ist einmalig. Zu den positiven Effekten auf Portfolioebene tritt der messbare Beitrag, den Infrastrukturanlagen zur Transformation von Wirtschaft und Energieversorgung leisten können. Infrastruktur ist für die Transformation kurz-, mittel- und langfristig unabdingbar: in den

Abbildung 2:



Quelle: BlackRock, 22. Mai 2023, basierend auf den Kapitalmarktannahmen von BlackRock. Die erwarteten Renditen verstehen sich nach Abzug von Gebühren und Kosten und werden unter Verwendung einer angenommenen Gebühr von 0,30 % berechnet, die den höchsten für institutionelle Kunden erhobenen Beratungsgebühren entspricht. Die erwarteten Renditen beziehen auch Erträge durch die Wiederanlage von Dividenden, Kapitalgewinne und Zinsen ein, jedoch keine Steuern. Würden diese Kosten abgezogen, fiel die Performance geringer aus. Es gibt keine Garantie dafür, dass die Annahmen des Kapitalmarktes erreicht werden, und die tatsächlichen Risiken und Renditen können erheblich höher oder niedriger sein als dargestellt. Die dargestellten hypothetischen Portfolios und Risiken dienen lediglich der Veranschaulichung, und es wird keine Zusicherung gegeben, dass ein Konto, ein Produkt oder eine Strategie ähnliche Ergebnisse wie die dargestellten erzielen wird oder wahrscheinlich erzielen wird. Das erwartete Risiko wird anhand der Annahmen zur erwarteten Volatilität berechnet. Das erwartete Risiko ist definiert als die jährliche erwartete Volatilität und wird anhand von Daten berechnet, die mithilfe des Aladdin-Portfoliorisikomodells aus der Verteilung der Anlageklassen im Portfolio abgeleitet werden. Dieses firmeneigene Modell bezieht eine Vielzahl von Risikofaktoren ein und kann auf mehrere Anlageklassen angewandt werden, um die Auswirkungen verschiedener Merkmale von Wertpapieren auf ihr Verhalten auf dem Markt zu analysieren. Bei der Analyse der Risikofaktoren versucht das Aladdin-Portfoliorisikomodell, diese Attribute zu erfassen und zu überwachen, die das Risiko-Rendite-Profil eines bestimmten Wertpapiers beeinflussen können.

<sup>5</sup> Quelle: Bloomberg, Barclays (Investment-Grade: US Agg Bond; Gov't bonds: US Gov't Agg TR), NCREIF, MSCI (Global Real Estate); EDHEC (Infrastructure: All equity) and S&P (Stocks: S&P5 00); Stand: 22. Mai 2023 (jährliche Daten seit 2001). Man kann nicht direkt in einen Index investieren. Höheres Wachstum, wenn US BIP-Wachstum > 2,5 % und höhere Inflation, wenn US CPI > 2,5 %.

# Infrastruktur kann 60/40-Portfolios widerstandsfähiger machen

kommenden ein bis vier Jahren etwa beim Ausbau der Kapazitäten der Wind- und Solarenergieerzeugung, dem Netz- und Speicherausbau sowie der Wartung der Gasnetze. Mittelfristig geht es um den Ausbau der Verkehrsinfrastruktur jenseits des Verbrennungsmotors, die Umrüstung von Gasnetzen und die Erhöhung der Energieeffizienz. Darüber hinaus zeichnen sich mit dem technologischen Fortschritt und Durchbruch langfristig Chancen in den Bereichen Blauer Wasserstoff, CO<sub>2</sub>-Abscheidung und -Speicherung sowie im CO<sub>2</sub>-neutralen Flugverkehr ab. Das Klimarisiko wird inzwischen von den meisten Investoren auch als Anlagerisiko wahrgenommen. Deshalb positionieren sie ihre Portfolios so, dass sie diese Risiken mindern und gleichzeitig die Chancen, die sich aus der Umstellung auf eine Netto-Null-Wirtschaft ergeben, nutzen können. Infrastrukturanlagen sind in diesem Kontext zentral.

**Kapitalanlagerisiko.** Der Wert von Anlagen und die daraus erzielten Erträge können sowohl steigen als auch fallen und sind nicht garantiert. Anleger erhalten den ursprünglich angelegten Betrag möglicherweise nicht zurück.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse und sollte nicht der einzige Faktor sein, der bei der Auswahl eines Produkts oder einer Strategie berücksichtigt wird.

Änderungen der Wechselkurse zwischen Währungen können dazu führen, dass der Wert von Anlagen sinkt oder steigt. Bei Fonds mit höherer Volatilität können die Schwankungen besonders ausgeprägt sein, und der Wert einer Anlage kann plötzlich und erheblich fallen. Steuersätze und die Grundlagen für die Besteuerung können sich von Zeit zu Zeit ändern.

## Rechtliche Informationen

Alle hier angeführten Analysen wurden von BlackRock erstellt und können nach eigenem Ermessen verwendet werden. Die Resultate dieser Analysen werden nur bei bestimmten Gelegenheiten veröffentlicht. Die geäußerten Ansichten stellen keine Anlageberatung oder Beratung anderer Art dar und können sich ändern. Sie

## Kontakt und Autoren:

### BlackRock

[www.blackrock.com/institutions/de-de/einblicke](http://www.blackrock.com/institutions/de-de/einblicke)

### Harald Klug

Leiter des Geschäfts mit institutionellen Kunden  
in Deutschland und Österreich bei BlackRock

E-Mail: [harald.klug@blackrock.com](mailto:harald.klug@blackrock.com)

### Frek Spoorenberg

Head of Product Strategy

BlackRock Infrastructure Equity

E-Mail: [frek.spoorenberg@blackrock.com](mailto:frek.spoorenberg@blackrock.com)

### Ersin Yorulmaz

Leiter Vertrieb Alternative Anlagen, Osteuropa,  
Deutschland und Österreich, BlackRock

E-Mail: [ersin.yorulmaz@blackrock.com](mailto:ersin.yorulmaz@blackrock.com)

geben nicht unbedingt die Ansichten eines Unternehmens oder eines Teils eines Unternehmens innerhalb der BlackRock Gruppe wieder, und es wird keinerlei Zusicherung gegeben, dass sie zutreffen.

Dieses Dokument dient nur Informationszwecken. Es stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Anlage in einen BlackRock Fonds dar und wurde nicht im Zusammenhang mit einem solchen Angebot erstellt.

© 2023 BlackRock, Inc. Sämtliche Rechte vorbehalten. BLACKROCK, iSHARES und BLACKROCK SOLUTIONS sind Handelsmarken von BlackRock, Inc. oder ihren Niederlassungen in den USA und anderen Ländern. Alle anderen Marken sind Eigentum der jeweiligen Rechteinhaber.

## Das Dilemma der Illiquidität: Ein Katalysator für Veränderung

Illiquide Anlagen wie Private Equity, Immobilien oder anderes Sachkapital werden seit langem wegen ihres Potenzials für höhere Renditen geschätzt. Bekanntlich sind sie jedoch mit einer Reihe von Einschränkungen verbunden. Die Sperrfristen, die hohen Mindest-Investments und die begrenzten Rückgabemöglichkeiten lassen Anleger zögern, diese Anteile am Portfolio auszubauen.

Die steigende Nachfrage nach erhöhten Risikoprämien, gepaart mit dem Wunsch nach mehr Flexibilität, hat uns bei heartstocks veranlasst, nach alternativen Strukturierungsmöglichkeiten für Assetowner zu suchen und dabei den Marktzugang für Privatinvestoren genauso wie zu großen Institutionellen zu erleichtern. Dabei soll die erwartete Rechts- und Transaktionssicherheit durch eine voll regulierte Basis gewährleistet werden.

Im Folgenden werden wir auf eine Vorgehensweise eingehen, illiquide Assets schrittweise in liquide Assets zu wandeln und sogar auf Wunsch handelbar zu machen. Im Zuge dessen wird auf die Potentiale, die aus der verbesserten Liquidität der Assets entstehen, eingegangen, die Tokenisierung als Methode vorgestellt und inwiefern diese bereits in Deutschland genutzt werden kann. Ferner zeigen wir einzelne Aspekte der rechtlichen Gestaltung auf und die Voraussetzungen, unter denen das volle Potenzial ausgeschöpft werden kann.

## Die Demokratisierung der Investmentwelt: Zugang für jeden & neue Finanzierungsmöglichkeiten

Unter dem Begriff der Liquid Alternatives lassen sich alle nicht traditionellen Anlagen (Aktien und Anleihen) und sämtliche alternativen Anlagestrategien verstehen, bei welchen die Anteile zeitnah in Geld umgewandelt werden können. Die „Alternative“ bezieht sich demnach entweder auf den konkreten Vermögenswert oder die verwendete Strategie. Aufgrund der häufig erhöhten Komplexität dieser Investments haben die Regulatoren regelmäßig höhere Anforderungen für den Vertrieb an Privatanleger formuliert. Damit wurde der Zugang für derartig andersartige und häufig geringer korrelierte Investments erschwert oder sogar vollständig eingeschränkt.

- **Investor:** Wie die Bezeichnung Liquid Alternatives schon vermuten lässt, zeichnen sie sich insbesondere durch die **finanzielle Verfügbarkeit** der Anteile aus. Anders als bei Hedgefonds kann sich der Investor durch den Verkauf in maximal 2 Wochen auszahlen lassen. Ihnen kommt damit eine verbesserte **Handelbarkeit** zugute. Des Weiteren wurden für die Alternativen Invest-



*Enno Johann Henke*  
*Executive Managing Director,*  
*Geschäftsführer,*  
*heartstocks*

ments mit den europäischen Richtlinien UCITS (*Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*) und AIFMD (*Alternative Investment Fund Managers Directive*) eine **Regulierung** geschaffen, welche im Rahmen einer Novelle des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB) in das deutsche Recht umgesetzt worden ist. Damit soll die Schutzbedürftigkeit des privaten Anlegers Berücksichtigung finden und eine erhöhte **Transparenz** geschaffen werden. Durch eine geringe Korrelation der verschiedenen Assetklassen kann darüber hinaus das Risiko im Portfolio minimiert werden. Der Investor erhält damit die Chance auf ein diversifiziertes Portfolio unter regulierten sowie transparenten Bedingungen und erhält mit der Handelbarkeit eine verbesserte Flexibilität auf das jeweils aktuelle Marktgeschehen zu reagieren.

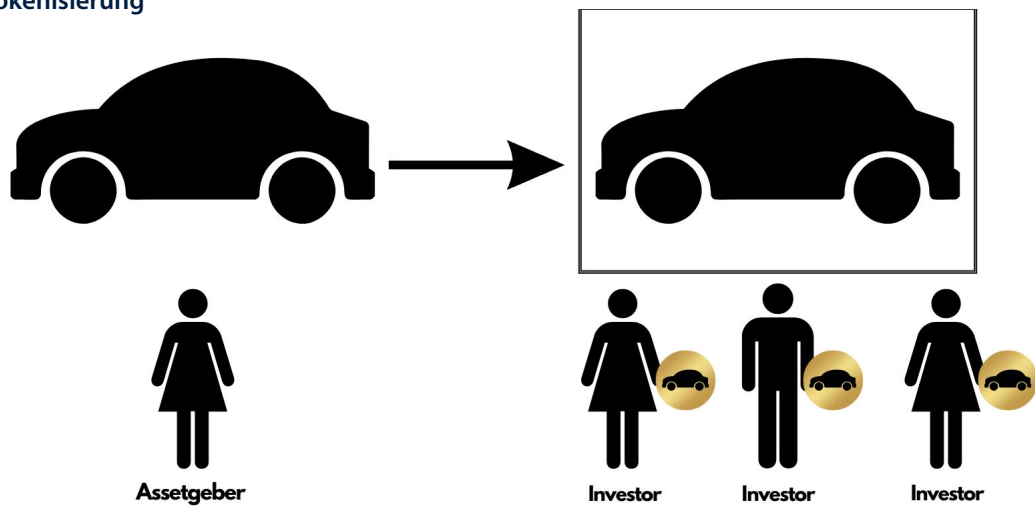
- **Asset-Manager:** Derjenige, der die Verfügungsgewalt über das Asset innehat, hat die Möglichkeit, durch die Kapitalbeteiligung der Investoren an dem zur Verfügung gestellten Wert seine Liquidität zu sichern und auszubauen. Dadurch erhält er eine Finanzierungsmöglichkeit neben den klassischen Fremdkapitallösungen.

## Tokenisierung als Werkzeug zur Liquidation

Um die Assets, die in ihrer Ausgestaltung oder Größe nicht oder nur unter Mithilfe aufwendiger analoger Verfahren handelbar sind, liquide zu machen, besteht das Instrument der Tokenisierung. Tokenisierung ist der Prozess, Miteigentumsanteile an Sachwerten in Form von Token, wie zum Beispiel Security Token (Vermögens Token) zu verbrieften und deren Wert mittels einer Blockchain zu verbuchen. Dieser Wert wird mit einem Smart Contract verknüpft, welcher die Rechte und Pflichten wiedergibt.

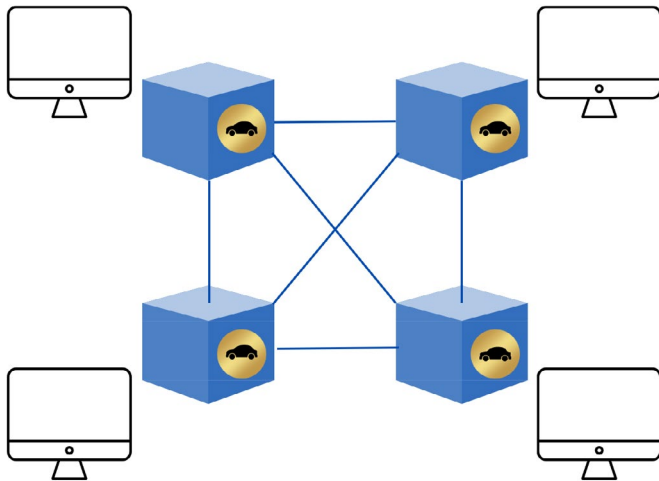
# Liquid Alternatives - Chancen für Investoren und Assetowner

## Visualisierung Tokenisierung



Die Token werden, inklusive ihrer Rechte und Pflichten, digital auf einer Blockchain abgebildet. Die Blockchain ist eine dezentrale Datenbank, die die Vorgänge auf einer Vielzahl von Computern gleichzeitig speichert.

## Visualisierung Blockchain



So ist es möglich, zum Beispiel einen Oldtimer in viele einzelnen Partizipationsscheinen auf die Blockchain zu legen und Miteigentumsanteile an viele Investoren zu verkaufen.

Dabei sind die Vorzüge über die letzten Jahre deutlich geworden:

- **Effizienz:** Durch die Möglichkeit der flexiblen Handelbarkeit sind Transaktionen nicht mehr an Arbeitstage oder Arbeitszeiten gebunden. Sie erfolgen in Sekunden Peer to Peer. Diese einfache Form erfordert keinen zusätzlichen Intermediär wie Banken, Zwischenhändler oder Notare und spart Zeit und Geld.

- **Transparenz:** Diese Übertragungen sind einsehbar und durch die dezentralisierte Speicherung der einzelnen Daten auf unterschiedlichen Endgeräten für alle transparent und nachvollziehbar in einem Block gespeichert, der den vorherigen Zustand wiedergegeben hat. Damit kann einer Marktmanipulation entgegengewirkt werden.
- **Zugänglichkeit:** Weiter sind Märkte, die zuvor nur für ausgewählte Großinvestoren erreichbar waren, nun bereits für durchschnittliche Vermögen zugänglich.

## Tokenisierung in Deutschland

Im Zuge dieser Möglichkeit, sonst nicht handelbare Assets handelbar zu machen, stellt sich die Frage nach den derzeitigen Gegebenheiten in Deutschland.

Um das deutsche Recht an die gegenwärtigen Entwicklungen im Finanzmarkt, wie insbesondere die Blockchain-Technologie, anzupassen, trat am 03.06.2021 das eWpG (Gesetz über elektronische Wertpapiere) in Kraft. Mittels dieses Gesetzes ist es möglich Wertpapierurkunden, welche bis zu diesem Zeitpunkt lediglich in analoger Form existierten, über ein digitales Register auf der Blockchain abzubilden. Gemäß § 1 eWpG ist von dem Anwendungsbereich jedoch lediglich die Inhaberschuldverschreibung umfasst. Für Wertpapiere anderer Art wurde keine Regelung geschaffen. Das Ziel, den Handel von Wertpapieren und Kryptowerten zu ermöglichen, wurde demnach nicht vollständig erreicht. Aktien unterliegen weiterhin den starren Vorschriften des deutschen Rechtes. Zur Ergänzung des eWpG ist nun am 12.04.2023 der erste Referentenentwurf des ZuFinG (Zukunftsfinanzierungsgesetz) veröffentlicht worden.



So sollen elektronische Inhaberaktien über die Listung in einem zentralen Register bei einer Depotbank oder einem Zentralverwahrer emittiert und umgewandelt werden können. Bei elektronischen Namensaktien hingegen reicht ein Kryptowertpapierregister aus. Die Einschränkung auf Seiten der Inhaberaktie begründet der Gesetzgeber mit geldwäscherechtlichen Themen.

Ein liquider Handel mit elektronischen Aktien scheint somit auch nach den neuen Anpassungen des Gesetzes nicht möglich zu sein. Vielmehr wird weiter auf Intermediäre und zeitintensive Verfahren gesetzt. Es bleibt abzuwarten, wie die E-Aktie angenommen wird, wie der Börsenhandel mit elektronischen Wertpapieren gestaltet werden soll und ob dieser Entwurf im Herbst 2023 so verabschiedet werden wird.

## Tokenisierung in Liechtenstein

Mit dem TVTG (Token- und VT-Dienstleister-Gesetz) hat der Liechtensteinische Gesetzgeber Anfang 2020 einen technologieneutralen Rechtsrahmen für die Nutzung von Blockchain-Technologie geschaffen. Aus diesem Grund wird das TVTG auch Blockchain-Gesetz genannt. Mittels des "Token-Container-Modells" kann jeder Gegenstand tokenisiert werden. Alternative Assets wie Firmenanteile, Immobilien, Rohstoffe und Aktien können so über die Blockchain abgebildet werden. Dafür muss dieser Wert lediglich real sein.

Durch die derartige gesetzliche Gestaltung ist das TVTG für die bestehenden und nächsten Stufen des technologischen Fortschritts gewappnet.

## Notwendigkeit einer vollumfänglichen Tokenisierung

Doch wieso reicht die Möglichkeit, Inhaberschuldverschreibungen zu tokenisieren nicht aus? Um dies zu beleuchten, müssen die Unterschiede zwischen Eigen- und Fremdkapital herausgearbeitet werden. Bei Eigenkapital handelt es sich in rechtlicher Hinsicht um ein Beteiligungsverhältnis; der Investor ist Miteigentümer und hat nicht bloß eine schuldrechtliche Verbindung zu dem Finanzierungsnehmer. Darüber hinaus wird das Geld dem Assetowner üblicherweise ohne zeitliche Begrenzung überlassen. Eigenkapital erzielt in der Regel ferner höhere Rendite, weil keine hohen Sicherheitsleistungen und Zinsen gezahlt werden müssen. Gerade Letzteres ist im Hinblick auf die steigenden Zinsen ein gewichtiges Argument. Zudem handelt der Investor grundsätzlich immer im Interesse der Gesellschaft, da er wegen Teilnahme an Gewinn und Verlust mit seinem Vermögen den Wunsch nach Erhalt des Status quo beziehungsweise eine positive Entwicklung anstrebt. Ferner sind mehr Strukturierungsmöglichkeiten und ein verbesserter Insolvenzschutz

für den Fall technischer Störungen in der Blockchain gegeben. Aus diesen Gründen ist es für den Initiator und den Investor von Vorteil, Eigenkapital anstelle von Fremdkapital zu verbrieften.

## Vollständige Entfaltung des Potenzials von Asset Tokenization durch die Synergie von liechtensteinischem und europäischem Recht

Aus den genannten Aspekten stellt sich die Frage, wie man das Potenzial der Technologie vollständig ausschöpfen kann. Unsere Antwort liegt in einer Kombination aus dem liechtensteinischen Recht und dem "Europäischem Pass"<sup>1</sup>. Ganz konkret lässt sich unser Verfahren wie folgt verbildlichen:

Der Initiator hat ein Asset inne, das er gerne tokenisieren möchte. Dazu wird in Liechtenstein eine Zweckgesellschaft (SPV) gegründet, welche das Asset vom ursprünglichen Eigentümer kauft. Der Zweck der Gesellschaft ist allein auf das Halten und Verwalten des Wertes ausgerichtet. Sie wird mittels des TVTG tokenisiert und mittels europäischen Richtlinien nach Deutschland "passportiert". Anschließend können nach Abnahme durch die BaFin deutsche Investoren unmittelbar in die Gesellschaft und mittelbar in den Gegenstand investieren.

## Fazit

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass das eWpG zwar ein erster Schritt zur Anpassung an die heutigen Gegebenheiten ist, diese jedoch noch einer Weiterentwicklung bedarf, um das volle Potenzial der gegenwärtigen Technologien nutzen zu können. Ob und wie die Ergänzung des eWpG im Zuge des ZuFinG stattfinden und ausreichen, lässt sich zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht mit Sicherheit sagen. Was jedoch ganz klar ist, ist eins: Die derzeitige rechtliche Grundlage genügt den Ansprüchen des Marktes nicht, weshalb der Gesetzgeber schnellstmöglich tätig werden muss, um Deutschland wettbewerbsfähig zu machen. Andere Länder, wie zum Beispiel Liechtenstein, haben sich bereits frühzeitig auf die Digitalisierung eingestellt und können bereits seit einigen Jahren die Vorteile der Tokenisierung nutzen.

Was deutlich geworden sein sollte, ist, dass Tokenisierung im Bereich alternative Investments eine tolle Gelegenheit bietet. Diese Chance muss jedoch dafür auch wahrgenommen werden. Einige europäische Richtlinien und Verordnungen, so wie auch die Verordnung DLT Pilot Regime, sprechen dafür, dass der Bedarf nach Regulierung, Erneuerungen und Innovation bereits vom europäischen Gesetzgeber gesehen wird.

<sup>1</sup> BaFin - Passporting, BaFin - Wertpapierinstitute

Eine einheitliche europarechtliche Regelung durch eine harmonisierende Verordnung scheint jedoch im Hinblick auf die unterschiedlichen Stadien, in denen sich die einzelnen EUMitgliedsstaaten befinden, und den verschiedenen Rechtssystemen nicht sachgemäß. Demnach werden für weitere Anpassungen sich voraussichtlich weitere Richtlinien bedient, die der Umsetzung bedürfen. Es bleibt somit bei der Legislative des jeweiligen Landes tätig zu werden.

## Kontakt und Autor:

**Heartstocks**  
**BAM Service GmbH**  
**(Partner der CT Classic Token Holding AG)**  
**Bremer Heerstr. 267**  
**26135 Oldenburg**  
**Germany**  
**heartstocks.com**

*Enno Johann Henke*  
*Geschäftsführer*  
*Tel: +49 176 314 666 35*  
*Mail: enno.henke@heartstocks.com*

Disclaimer: Das Dokument stellt keine Rechtsberatung dar. Es wird darauf hingewiesen, dass nicht für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen gehaftet wird. Teilweise wurden die Informationen von Dritten generiert. Einschätzende Aussagen wurden subjektiven Wertungen zugrunde gelegt, die sich durch hinzukommende oder nicht beachtete Umstände ändern können.

# CLO, CRS, See the Difference, See the Opportunity?

## Introduction

Over the past 30 years, few parts of the capital markets have grown as quickly as leveraged finance. Following years of volatile lending conditions in the 1980s and 1990s, private-equity sponsors and their investment-banking colleagues realised they needed to develop a dedicated, capital markets solution to their acquisition-financing needs to reduce their dependence on commercial-bank and high-yield bond funding channels. In the mid-1990s, the first broadly syndicated loan ('BSL') securitisations were issued. 10 years later, on the precipice of the global financial crisis ('GFC'), the Collateralised Loan Obligation ('CLO') market had emerged as a major channel for leveraged buyout ('LBO') finance.

The GFC, however, was a turning point. First, minimum capital requirements – especially for tangible equity capital – increased substantially. Second, for US banks and the US branches of foreign banks, capital charges were applied based on the credit risk of the borrower. For corporate loans, minimum capital charges for leveraged (B and BB rated) companies exploded (Figure 1).

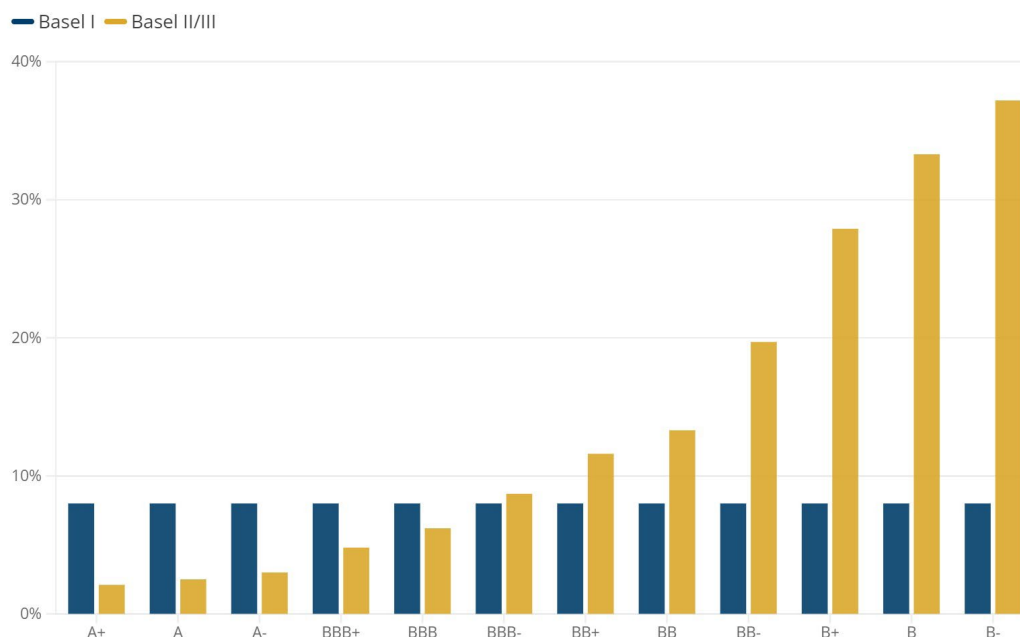


**Matthew Moniot**  
Co-Head of Credit Risk Sharing,  
Man GPM



**Jonathan Imundo, CFA**  
Co-Head of Credit Risk Sharing,  
Man GPM

**Figure 1. Total Loss Absorbing Capacity (TLAC) Capital Charges Under Basel Rules**



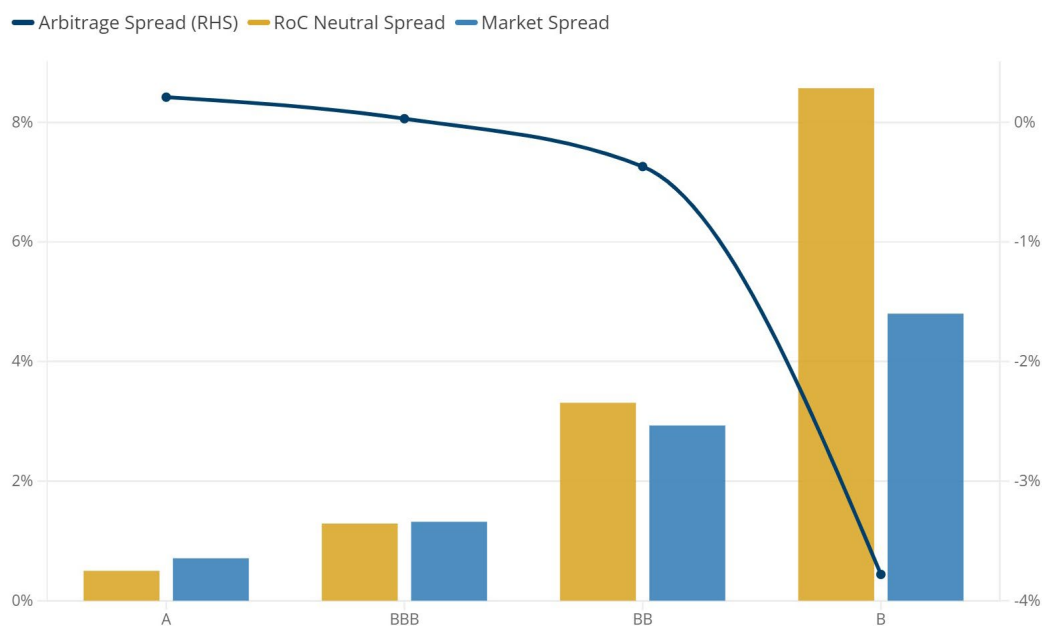
Source: Man GPM; as of 1 May 2023.

# CLO, CRS, See the Difference, See the Opportunity?

Unsurprisingly, this increased capital burden destroyed bank competitiveness in leveraged markets. As an example, for a bank to generate the same return on capital from a single-B rated loan as from one rated BBB, it would need to earn roughly 6.5 times more

spread income. Based on the levels prevalent at year-end 2022, that would have translated into pricing leveraged loans at a spread of 857 basis points; the market, however, was pricing single-B risk at 480 basis points (Figure 2).

**Figure 2. Required and Market Spread**



Source: Man GPM; as of 31 December 2022.

Banks that apply credit risk weightings based on credit ratings – which is to say, most large banks – cannot, in our view, compete with non-bank lenders unconstrained by such regulation. As such,

over the past decade, credit-risky commercial lending has moved from the banking system into the capital markets (Figure 3).

**Figure 3. Global CLO Market Size**



Source: Man GPM and Barclays Research; as of 31 December 2022.

# CLO, CRS, See the Difference, See the Opportunity?

Following the GFC in 2008, increased minimum regulatory capital requirements drove regional banks out of the “middle market,” leaving non-bank, direct lenders to step in. By the end of 2020, managed assets at non-bank “direct” lenders was estimated by S&P to be \$412 billion – up by 3,000% from \$13.8 billion at the end of 2007.<sup>1</sup>

## The Rise of Credit Risk Transfer

Unbeknownst to many investors, over roughly the same period, a smaller market had been growing almost as steadily. The market for credit risk transfer (‘CRT’) or regulatory capital transfer securitisations started in the 1980s, with JPMorgan distributing the senior tranches of an investment-grade corporate loan securitisation. The CRT market saw its first major development with the introduction of Basel II, allowing banks to distribute relatively thin, deeply subordinated securities as a risk-mitigation technique to help them reduce the

risk weightings of loan portfolios substantially. Like the CLO market, CRTs performed exceedingly well through the crisis, with cumulative impairment rates through 2010 of just 0.8%.<sup>2</sup>

With hindsight, it’s clear why CLOs and CRTs performed so well during the crisis. First of all, the financial crisis was essentially about household indebtedness, housing prices and the resulting mortgage-loan risk to bank solvency. Non-financial corporate indebtedness was not particularly high, and in any case corporates – for the most part – were borrowing based on cash flows and not asset values. While corporate cash flows declined with the economic slowdown in 2008 and 2009, corporate interest expense declined even faster as interest rates were pushed to zero. As a result, default rates among leveraged loans fell quickly from their initial spike and remained lower than may have been expected through the following period (Figure 4).

<sup>1</sup> Source: S&P Global; as of 12 October 2021.

<sup>2</sup> Source: Moody’s Investors Service, Default & Loss Rates of Structured Finance Securities: 1993-2010.

**Figure 4. 12-Month Leveraged Loan Default Rate**



Source: Man GPM and Barclays Research; as of 31 December 2022.

In our view, however, the greater benefit to both CLOs and CRTs lay not in the quality of their obligors – but in their structure. CLO and CRT securitisations match fund assets and do not create artificial triggers or forced liquidations based on market values, which may otherwise force an unwinding of the reference portfolio, although both can have collateral quality tests that may result in de-levering over time. Assets backing a CLO or CRT are simply left to mature, almost regardless of how long that takes.

## Similarities and Differences

Having now reviewed some of the features that we believe make the CLO and CRT market so robust, it’s worth considering what makes them distinct asset classes with relatively divergent collateral markets.

# CLO, CRS, See the Difference, See the Opportunity?

A CLO is a traditional cash securitisation whereby a pool of loans is transferred to a special purpose vehicle ("SPV") and tranching by priority of payment to create different rated securities with varying spreads. CLOs are largely backed by B/B+ rated loans issued to private-equity portfolio companies; as seen in Figure 3, the CLO market has more than doubled in size over the past decade and has become a significant source of capital for these companies. Additionally, CLOs are purchased by a wide investor base given the tranching and different credit ratings, from AAA to Equity.

**Figure 5. Illustrative US Credit Tranches**

AAA L+1.14%
AA +1.65%
A +2.07%
BBB +3.07%
BB +5.90%
B +8.35%
Equity -15%

Source: Man GPM; as of 1 February 2023.

The CRT (now also called Significant Risk Transfer, or 'SRT') market, meanwhile, refers to a form of securitised credit risk sharing ("CRS") of bank-retained exposures. We examined CRS in more detail in [our previous paper](#).

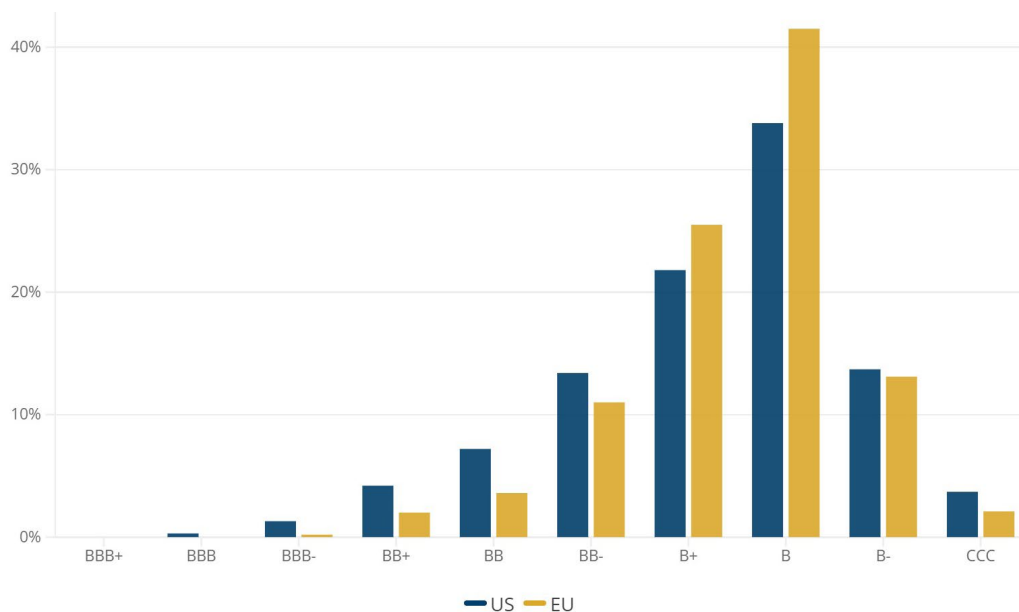
SRTs provide banks a solution to distribute investment-grade loan exposure and achieve regulatory capital relief while maintaining their critical commercial-lending relationships. Unlike CLOs, CRTs have no senior tranches to protect when asset performance deteriorates and therefore there are no cash-flow diversion tests. In fact, CRT interest payments are in no way linked to the cash flows of the underlying exposures. CRT interest payments are decided in advance of the issue of a deal and cannot be changed over the life of the transaction; this is an obligation of the issuing bank, sitting extremely high in their capital stack.

With this context, we highlight what we see as the 10 core differences between CLOs and CRTs:

- Credit Quality**
  - CLOs are backed by leveraged loans, which on average are rated single-B (Figure 6). Leveraged loans are funded loans with maturities generally between seven and 10 years, issued to private-equity-sponsored portfolio companies and other leveraged corporates running roughly 50-75% debt-to-capital ratios and greater than four times net-debt-to-EBITDA ratios, with implied default rates of 3-5% per annum (actual issuer default rates since 1998: 2.9%) and expected recoveries of 50% (actual average recovery since 1990: 66%).<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Source: Man GPM, Barclays and JPMorgan; as of 1 February 2023.

**Figure 6. Distribution of CLO Holdings by Rating, 2014-2022 Average**



Source: Man GPM and Barclays Research; as of 31 December 2022.

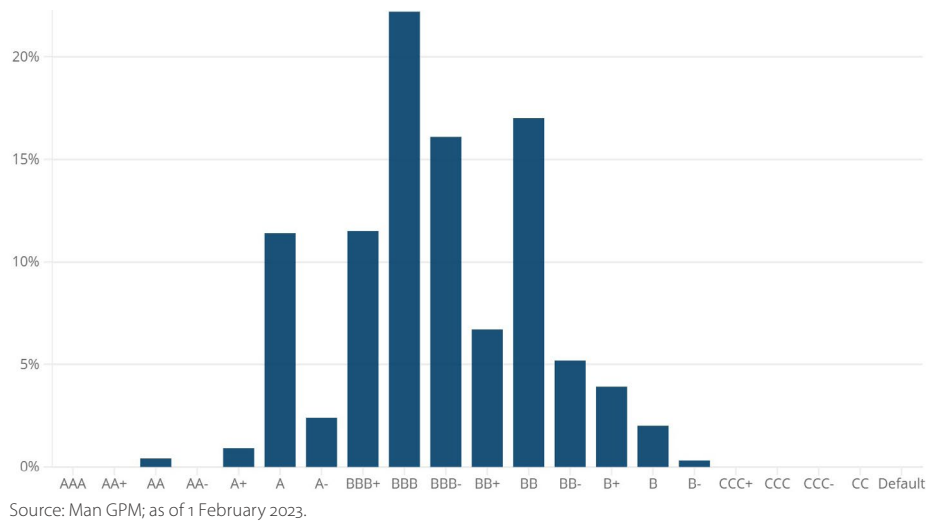
# CLO, CRS, See the Difference, See the Opportunity?

b. SRTs typically reference loans or exposures to corporates with an average credit rating of BBB-, debt to capital of 5-30% and net debt to EBITDA of 0.5-3.0 times; lower debt capitalisation leads to expected default rates of <1.0% and recoveries of >80%.<sup>4</sup> Compared with relatively homogeneous CLOs, considerably greater

product (revolvers, term loans, receivable financing) and borrower (inclusive of small and medium-sized enterprises, there are millions of potential reference obligors) heterogeneity are available from SRT transactions.

<sup>4</sup> Source: Man GPM; as of 1 February 2023.

**Figure 7. Distribution of SRT Exposure by Rating**



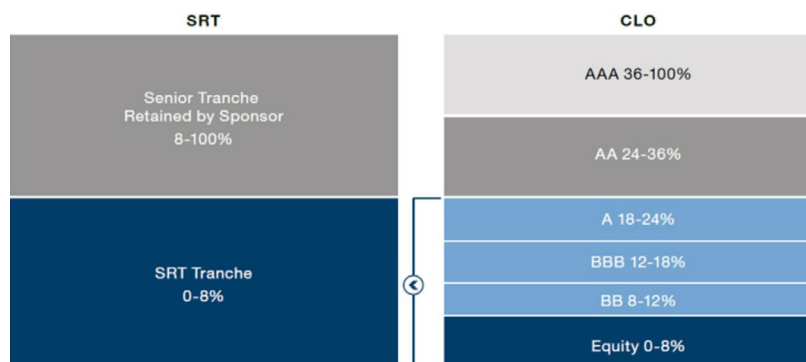
## 2. Cash Flow versus Synthetic

- a. CLOs are cash securitisations that transfer loans (or in the case of a participation, loan cash flows) from an originator to an SPV.
- b. SRTs are synthetic securitisations which only reference underlying exposures. In the case of sponsor failure, SRT investors have no recourse to the underlying loans but, if a coupon payment is missed, the bank is in default and the transaction unwinds.

## 3. Capital Structure

- a. CLOs issue multiple tranches rated single-B to AAA in addition to an equity tranche. CLOs, like all cash securitisations, are primarily driven by the need to reduce the total cost of funds in order to maximise equity returns (otherwise known as “the arbitrage”).
- b. SRT securitisations typically result in only a single unrated tranche issued to investors. The rest of the portfolio is retained by the sponsor. Without an issued senior tranche, SRTs are not structured to protect ratings and so the SRT tranche is never exposed to cash-flow diversion or rapid senior amortisation.

**Figure 8. Illustrative SRT & CLO Tranche Comparison by Rating**



Source: Man GPM; as of 1 February 2023.

# CLO, CRS, See the Difference, See the Opportunity?

## 4. Cash Flow Waterfall

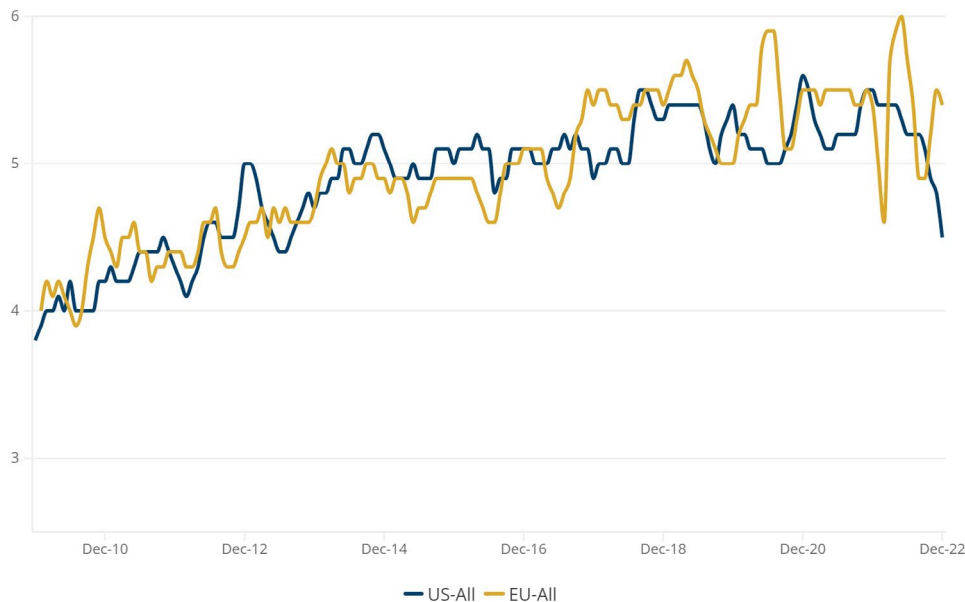
a. CLO equity investors are last in line to receive loan cash flows. As loans default, cash-interest income declines while interest expense remains unchanged. This means that residual income – interest income less interest expense – declines. As and when certain portfolio tests fail, senior tranches are often paid preferentially, often stopping all cash flows to subordinated investors. That noted, CLO managers often reset CLOs once residual income declines.

b. SRT investors are paid a fixed spread on remaining principal throughout the life of the transaction. Regardless of changes to the portfolio, since there are no senior investors to protect, cash flows to the subordinated tranche are never turned off.

## 5. Leverage

a. CLO equity is typically 8-10% of a portfolio of loans geared four to five times, creating gearing to underlying corporate cash earnings of roughly 50 times.

Figure 9. New Issue Leverage, Three-Month Average



Source: Man GPM and Barclays Research; as of 31 December 2022.

b. SRT tranches are typically 7-8% on portfolios of loans leveraged two to three times, generating roughly 25-35 times leverage to cash earnings, depending on the credit quality of the reference portfolio.

## 6. Recoveries

a. Leveraged loans have over the past 30 years recovered, on average, 66% of the amount of the initial loan balance, with recoveries sensitive to security value and loan structure.<sup>5</sup>

b. SRT exposures typically recover around 80% of the initial exposure balance, benefitting from relatively large amounts of subordination in the capital structures of referenced obligors.<sup>6</sup>

## 7. Returns

a. CLO equity internal rates of return ('IRR') have oscillated around 10-20% over the past two decades.<sup>7</sup> Of course, some deals have generated higher returns and a small number have even lost money. CLO equity returns are sensitive to cumulative default rates and the timing of default rates as well as recoveries.

b. SRT returns have tended to cluster around 8-12% over the past decade.<sup>8</sup> SRT returns, however, are not directly comparable to CLO equity returns and we believe they should be compared with a subordinated (BBB-rated and below) unitranche CLO position. Unsurprisingly, buying all of the subordinated layers of a CLO produces

5 Source: Man GPM and JP Morgan Default Monitor; as of 1 February 2023.

6 Source: Man GPM; as of 1 February 2023.

7 Source: Man GPM; as of 1 February 2023.

8 Source: Man GPM; as of 1 February 2023.



# CLO, CRS, See the Difference, See the Opportunity?

lower returns than just buying CLO equity; such a strategy would typically return 7-8% per annum.<sup>9</sup>

## 8. Funding

**a.** CLO assets are match-funded with long-term liabilities. That noted, leveraged borrowers are exposed to refinance risk since CLOs are not permanent funding vehicles.

**b.** SRTs assets are funded by the bank sponsor. Banks are typically expected to have liquidity under all circumstances, up to and including when in receivership. That noted, bank deposit and wholesale funding runs can substantially impair a bank's ability to fund loan refinancings. As such, bank and banking system risk is an important component of SRT risk analysis.

## 9. Diversification

**a.** The CLO market is comprised of large (syndicated) and middle-market corporate leveraged loans. While virtually every industry is represented, issuers are concentrated in the United States where about 75% of the borrowers are based.<sup>10</sup>

**b.** The SRT market is comprised of hundreds of thousands of obligors in every industry across most of the world's major economies.<sup>11</sup>

## 10. Liquidity

**a.** CLO securities are largely liquid instruments that can be sold in the over-the-counter markets. As CLOs are typically marked to market more frequently, they may also be more sensitive to credit-spread movements.

**b.** SRT securities are largely considered private and typically do not trade in the secondary market.

<sup>9</sup> Source: Man GPM; as of 1 February 2023.

<sup>10</sup> Source: Man GPM; as of 1 February 2023.

<sup>11</sup> Source: Man GPM; as of 1 February 2023.

## Conclusion

Just as the CLO market provides much-needed funding to the leveraged buyout market, SRTs provide capital to support lending to markets that can only be served efficiently by the banking system. Both CLOs and SRTs are, in our view, defined by exceedingly robust structural features that allow assets the time and space to perform in their respective markets.

## Contact and Authors:

### Man (Europe) AG

Austrasse 56

9490 Vaduz

Fürstentum Liechtenstein

Tel.: +423 375 1045

[www.man.com](http://www.man.com)

### *Konstantinos Karamanlis*

*Head of Institutional Sales Germany*

*Tel.: +423 375 1049*

*E-Mail: [konstantinos.karamanlis@man.com](mailto:konstantinos.karamanlis@man.com)*

### *Matthew Moniot*

*Co-Head of Credit Risk Sharing, Man GPM*

*Tel.: +44 20 7144 1190*

*E-Mail: [matthew.moniot@man.com](mailto:matthew.moniot@man.com)*

### *Jonathan Imundo, CFA*

*Co-Head of Credit Risk Sharing, Man GPM*

*Tel.: +1 212 649 6878*

*E-Mail: [jon.imundo@man.com](mailto:jon.imundo@man.com)*

# Absolute Return Bonds? Absolut.

## Potenziell ist Alpha-Generierung stabiler, wenn quantitative und diskretionäre Makromodelle miteinander kombiniert werden

Anleiheinvestoren mit Long-only-Ausrichtung hatten 2022 schwer zu kämpfen. Die Renditen schnellten in die Höhe, da die Zentralbanken weltweit in unterschiedlichem Tempo auf den durch die Energiepreise ausgelösten Inflationsanstieg reagierten.

Anleger, die diese Entwicklung unbeschadet überstanden, hielten in der Regel eine Kernallokation in festverzinslichen Wertpapieren und legten den Fokus auf Absolute-Return-Ansätze. Denn mit solchen Strategien können die Anleger sowohl von steigenden als auch von fallenden Zinsen profitieren.

## Arbitrage hochliquider festverzinslicher Anlagen

Der Absolute-Return-Ansatz von DNCA Finance, einer Tochtergesellschaft von Natixis Investment Managers, geht zurück auf die letzte große Anleihenkrise, von der Europa nach der Finanzkrise erfasst wurde. Ziel des Ansatzes der erfahrenen Staatsanleihenmanager ist es, die Papiere so zu managen, dass sie wenig oder gar nicht mit den Märkten korrelieren.

Dazu werden Anlagen aus dem gesamten Spektrum liquider festverzinslicher Wertpapiere ausgewählt und eine Arbitrage zwischen diesen vorgenommen – je nachdem, wie ihr Wert zu einem bestimmten Zeitpunkt eingeschätzt wird. Der Schwerpunkt liegt dabei auf der Vermögensallokation und nicht auf der Titelauswahl. Insbesondere sollen dabei Staatsanleihen mit Wertpotenzial identifiziert werden – einschließlich inflationsgebundener Anleihen. Im Rahmen des konservativen Ansatzes sind ABS oder CLOs ausgeschlossen und auch bei Anleihen geht das Management aufgrund der deutlich höheren Volatilität im Vergleich zu Staatsanleihen vorsichtig vor. Deshalb sind die Kreditmärkte für ein Absolute-Return-Portfolio mit niedrigem Risikoprofil zu instabil. Die Volatilität von Hochzinsanleihen kann von



**Sebastian Römer**  
Executive Managing Director,  
Head of DACH & Eastern  
Europe, Natixis Investment  
Managers

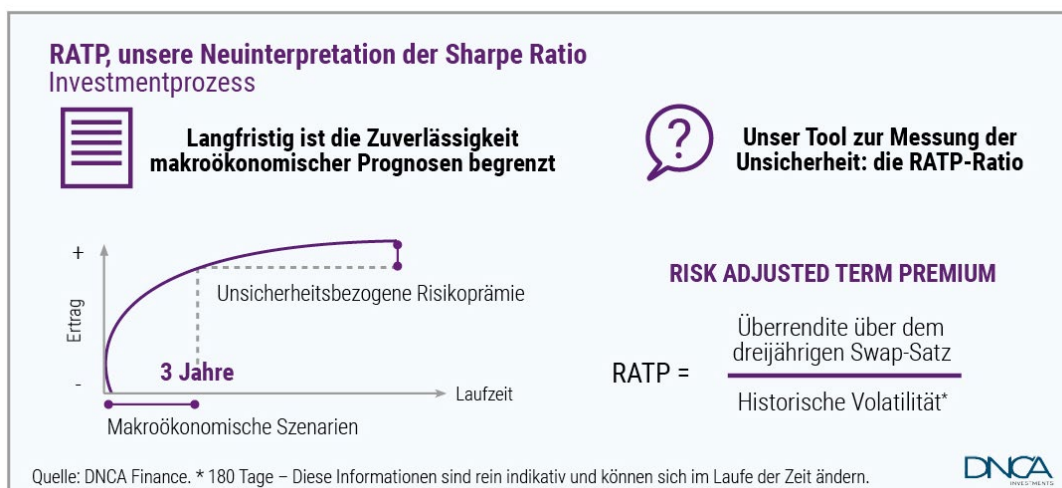
Jahr zu Jahr zwischen 10 % und 2 % schwanken, was bedeutet, dass das Risiko in einem Jahr fünfmal so hoch sein kann wie im Jahr davor. Das ist bei Staatsanleihen nicht der Fall, da das Risiko hier einfacher kalibriert werden kann.

Ein weiterer Vorteil von Anlagen in Staatsanleihen ist ihre hohe Liquidität, wodurch das Fondsmanagement den Kurs flexibel, schnell und zu relativ geringen Kosten ändern kann. Liquidität bewährt sich, wenn die Märkte ihren Kurs schnell ändern.

## Makro- und quantitative Strategien miteinander kombinieren

Die Vermögensallokation der Absolute-Return-Strategie ist das Ergebnis eines Prozesses, der makroökonomische Einschätzungen mit einem quantitativen Prozess verbindet. Selbst die Zentralbanken können mit ihrem makroökonomischen Ausblick falsch liegen. Deshalb legt das Finanzteam von DNCA Wert darauf, Prognosen zu hinterfragen, und kombiniert diskretionäre Einschätzungen mit einem quantitativen Prozess. Mit dieser Kombination differenziert sich das Team seit zehn Jahren erfolgreich am Markt.

Die diskretionäre Komponente stützt sich bei Research und Analyse auf vier Säulen: Wachstum, Inflation, Geldpolitik und Steuerpolitik.



# Absolute Return Bonds?

## Absolut.

Die quantitative Analyse wird anhand eines Tools zur Messung der Unsicherheit durchgeführt, das als RATP (Risk Adjusted Term Premium) bezeichnet wird. Die RATP interpretiert die Sharpe Ratio neu und wird verwendet, um die Attraktivität von Prämien auf das Durationsrisiko sowie die Inflation, Devisen und andere wichtige Wertindikatoren zu bewerten.

Der wesentliche Unterschied zwischen dem RATP-Modell und der klassischen Sharpe Ratio besteht darin, dass die RATP einen Zeithorizont von mehr als drei Jahren hat.

Das Team nutzt das Modell seit über einem Jahrzehnt und hat seitdem zuverlässig die langfristige unsicherheitsbezogene Risikoprämie (siehe unten) vereinnahmt.

DNCA ist damit weder ein rein diskretionärer Makro-Manager noch ein rein quantitativer Manager. Die Kombination aus Beidem ermöglicht eine stabilere Alpha-Generierung. Zudem wird das gesamte Anleiheuniversum berücksichtigt, sowohl in den Industrieländern als auch in den Schwellenländern. Denn die Konzentration auf eine einzige Region würde das Potenzial des Ansatzes mindern. Die Erfahrung zeigt: Je größer das Universum, desto mehr Möglichkeiten und desto stabiler die Performance.

### Der Ansatz hat sich auch im außergewöhnlichen Jahr 2022 bewährt

Dank der Kombination von Makro- und quantitativen Modellen konnte DNCA Finance Anfang 2022 eine Netto-Short-Durationsposition einnehmen – obwohl die Bewertungen hoch waren, die Inflation rasch stieg und sich die geldpolitischen Erwartungen ständig änderten. Die Short-Position erwies sich im Jahr 2022 als Haupttreiber der Performance.

Im Zuge des Zinserhöhungszyklus 2022 trennten sich die Manager von ihrer Netto-Short-Durationsposition. Die langfristige Zinsperspektive ist weiterhin eher pessimistisch, weswegen sich das Engagement im ersten Quartal 2023 nicht auf langfristige Anleihen, sondern auf Realzinsen fokussiert.

Wertpotenzial sehen die Manager hingegen in Schwellenländern, in denen die Zentralbanken angesichts der Pandemie die Zinssätze schneller angehoben haben, was deren Währungen Rückenwind verschafft. In der Tat signalisiert die RATP derzeit, dass die Vergütung des Währungsrisikos das attraktivste Risiko im Bereich der festverzinslichen Wertpapiere ist.

Daher wurde ein Währungskorb aufgebaut, um mit einer Volatilität von 5 % einen Carry von 8,5 % vereinnahmen zu können. Das ist zwar ein High-Beta-Ansatz, dennoch gibt es strikte Risikogrenzen. Eine plötzliche Umkehr der Wirtschaftsdynamik kann natürlich auch Absolute-Return-Ansätze auf die Probe stellen. Jüngste Beispiele für eine solche Umkehr sind der Sommer 2019, der Beginn der Pandemie und der Sommer 2022 – allesamt Verlustphasen.

Dennoch ändern die Manager ihre Einschätzungen nicht von einem Tag auf den anderen, sondern erst dann, wenn genügend Daten vorhanden sind, die dafür sprechen, dass eine Umkehr stattfindet. Jedoch führt der defensive Ansatz dazu, dass das Team kaum oder selten dazu gezwungen ist, seine Positionen zu verkaufen und bislang alle ihre Verluste innerhalb weniger Monate vollständig ausgleichen konnte. Dabei profitieren sie auch von der kompakten Größe des Teams, die unkomplizierte Entscheidungsprozesse ermöglicht.

### Niedrige Korrelation, niedrige Volatilität

In Summe weist der Ansatz auf den bisherigen Erfahrungen eine geringe Korrelation mit Core-Fixed-Income-Portfolios auf – was ihn zu einer wertvollen Komponente eines Kernanteils festverzinslicher Wertpapiere machen kann.

Anleger in Absolute-Return-Ansätze finden sich unter den sehr vorsichtigen Versicherern ebenso wie bei risikofreudigeren Stiftungen und Family Offices. Die Portfolios werden dabei individuell angepasst und berücksichtigen etwa die gewünschten Risiko- und Renditeniveaus, Regionen sowie Limits für Anlageklassen.

Grenzen setzt den Wünschen der Kunden lediglich die klare Strategie von DNCA als konservativer Manager, das Risiko und die Volatilität nicht zu stark zu erhöhen. Die Outperformance gegenüber klassischen festverzinslichen Indizes dürfte 2023 weniger spektakulär ausfallen, da mit einer Kernallokation in festverzinslichen Wertpapieren im Jahr 2022 ein Minus von 10–20 % verbucht wurde. Da die Geldmarktzinsen jedoch steigen, dürften die Gesamtrenditen ähnlich wie im Jahr 2022 ausfallen, wobei das Risiko und die Volatilität geringer sein dürften als bei klassischen Rentenpapieren.

Die angestrebten Renditen sollen nach Abzug von Gebühren 200 Basispunkte über den Geldmarktsätzen liegen, und die Volatilität soll unter normalen Marktbedingungen weniger als 5 % betragen. Das Ziel besteht darin, ein besseres Risiko-Ertrags-Profil als Core-Fixed-Income-Portfolios zu erzielen.

# Absolute Return Bonds? Absolut.

## Kontakt und Autor:

Natixis Investment Managers  
[www.im.natixis.com/en-institutional/the-hub](http://www.im.natixis.com/en-institutional/the-hub)

**Sebastian Römer, CFA®**  
*Executive Managing Director*  
*Head of DACH & Eastern Europe*  
Tel.: +49 89 30 90 80 711  
E-Mail: [sebastian.roemer@natixis.com](mailto:sebastian.roemer@natixis.com)

Nur für professionelle Investoren. Alle Investitionen beinhalten Risiken, einschließlich des Risikos des Kapitalverlustes. DNCA ist ein Asset-Management-Unternehmen, eine Tochtergesellschaft von Natixis Investment Managers. Natixis Investment Managers International ist ein Unternehmen von Natixis Investment Managers, der Holdinggesellschaft einer vielfältigen Gruppe spezialisierter Investment Management- und Vertriebsgesellschaften weltweit. Dienstleistungen und Produkte, die von Natixis Investment Managers International verwaltet werden, stehen nicht allen Anlegern in allen Ländern zur Verfügung. Bereitgestellt von Natixis Investment Managers S.A., Zweigniederlassung Deutschland. Sitz der Natixis Investment Managers S.A., Zweigniederlassung Deutschland (Registernummer: HRB 88541); Senckenberganlage 21, 60325 Frankfurt am Main.

## Impressum

**Jahrgang 23 – Ausgabe III**

Verantwortliche Redakteure:

**Frank Dornseifer**  
**Christina Gaul**

Erscheinungsweise:

alle 2 Monate

BAI e.V. · Poppelsdorfer Allee 106 · D-53115 Bonn  
Tel. +49 - (0) 228 - 969870 · Fax +49 - (0) 228 - 9698790

[www.bvai.de](http://www.bvai.de)

[info@bvai.de](mailto:info@bvai.de)

## Haftungsausschluss

Die Informationen des BAI-Newsletters stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Terminkontrakten oder sonstigen Finanzinstrumenten dar.

Eine Investitionsentscheidung sollte auf Grundlage eines Beratungsgesprächs mit einem qualifizierten Anlageberater erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Dokumente/Informationen. Alle Angaben und Quellen werden sorgfältig recherchiert. Für Vollständigkeit und Richtigkeit der dargestellten Informationen kann keine Gewähr übernommen werden.

## Satz & Layout

SimpleThings GmbH  
Münsterstraße 1 · 53111 Bonn  
[www.simplethings.de](http://www.simplethings.de)  
[info@simplethings.de](mailto:info@simplethings.de)

# Private Equity, Private Equity Secondaries und semi-liquide Anlagelösungen

**Private Equity («PE») als Anlageklasse hat an Bedeutung gewonnen**, weil die Renditeerwartungen in der vergangenen Dekade für viele andere Anlageklassen gesunken sind. Vor allem Anleger, welche Kapital langfristig binden können, profitieren vom langfristig attraktiven Rendite-/Risiko­profil von PE.

PE hat auch in den letzten Jahren in einem veränderten und mit höheren Risiken verbundenen makroökonomischen Umfeld bewiesen, dass gegenüber börsennotierten Aktien eine Überrendite erwirtschaftet werden kann (Abbildung 1). Zudem zeigt sich, dass die Anlageauswahl bezüglich der Überrendite von grosser Bedeutung ist. Wer mit den besten PE-Managern (auch General Partners oder «GPs» genannt) investiert, hat die beste Aussicht auf eine Überrendite.

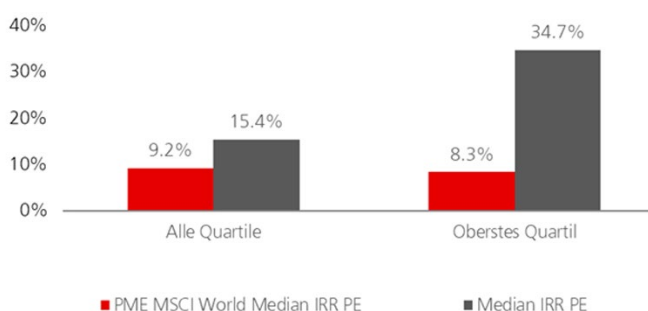


Abbildung 1: Rendite über 10 Jahren. Zahlen generiert per 12. Januar 2023. Datenbank: ThomsonOne Horizon Return Report, Daten inkl. PME-Berechnung per Q2 2022, Vintage-Jahre 2000-2018.

Bezüglich Überrendite spielt auch die Illiquiditätsprämie als ein Faktor mit. Sie goutiert grundsätzlich das langfristige Engagement und das damit eingegangene Illiquiditätsrisiko der Anlageklasse. Aufgrund eines stark wachsenden Sekundärmarkts und neuer semi-liquider PE-Produkte – beide Themen werden in diesem Artikel näher angeschaut – relativiert sich die Illiquiditätsprämie allerdings. Vielmehr ist es die inhärente Komplexität der Anlageklasse, welche zu einer Überrendite beiträgt.

Auch spielt Diversifikation für Anleger im PE-Bereich eine wichtige Rolle. Als Beispiel, in den USA sind lediglich ein Prozent der Unternehmen kotiert, während 99% in Privatbesitz und damit potentielle Zielunternehmen von GPs sind (Abbildung 2). PE eröffnet Anlegern ein riesiges Universum an Unternehmen und damit zusätzlicher (Risiko-)Diversifikation, welche nicht über traditionelle Anlageklassen abgebildet werden kann.



**Markus Benzler**  
Head Multi-Managers Private Equity, UBS



**Adrian Hodel**  
Portfoliomanager Multi-Managers Private Equity, UBS

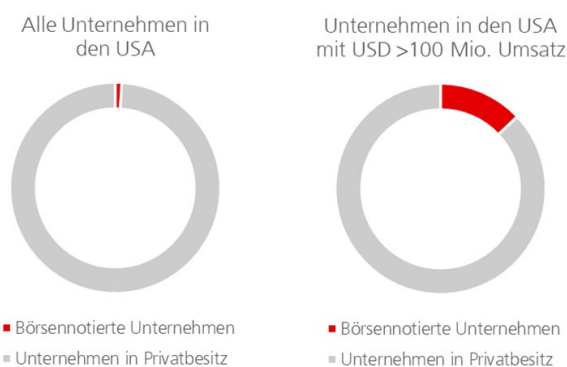


Abbildung 2: Forbes (2013, 4 Things You Don't Know About Private Companies) und Capital IQ (2022, von Hamilton Lane).

Während sich heute aufgrund der Attraktivität der Anlageklasse und neuartigen, semi-liquiden Produkten fast alle Anlegertypen mit PE auseinandersetzen, haben sich viele bereits von der Anlageklasse überzeugen lassen. Das zeigt sich aufgrund der Nachfrage nach PE, welche seit der Jahrtausendwende stetig zugenommen hat. Die angestiegenen verwalteten Vermögen («AuM») reflektieren das deutlich (Abbildung 3).

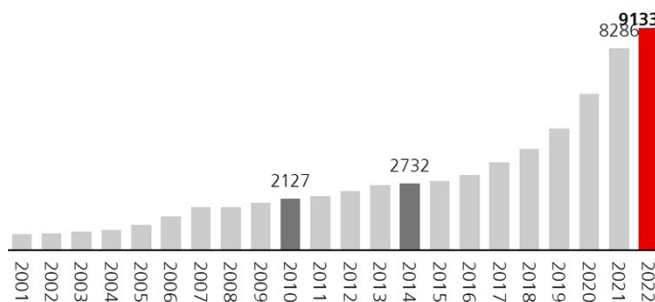


Abbildung 3: PE AuM in USD Mrd. gemäss Preqin-Daten extrahiert am 9.1.2023.

# Private Equity, Private Equity Secondaries und semi-liquide Anlagelösungen

**Im gegenwärtigen Umfeld ist die Nachfrage von Anlegern nach PE nach wie vor groß**, wenn auch auf tieferem Niveau im Vergleich zu 2021 oder Anfang 2022. Dafür gibt es hauptsächlich drei Gründe: (i) höhere Zinssätze im festverzinslichen Sektor, (ii) Vorsicht der Anleger angesichts des Marktumfelds, und (iii) größere Anleger die mit dem Nenner-Effekt konfrontiert sind, d.h. sie sind in PE investiert, deren Renditen sind jedoch zeitverzögert und weniger gesunken als diejenigen an den Aktienmärkten (und Teilen des festverzinslichen Portfolios), so dass momentan weniger oder gar kein Kapital für PE-Anlagen zur Verfügung steht.

**Der richtige Zeitpunkt in PE zu investieren ist jetzt!** Market Timing ist in dieser Anlageklasse nicht zielführend. Das derzeitige Marktumfeld mit tieferen Bewertungen bietet aber eine attraktive Chance um einzusteigen oder damit zu beginnen, die Anlageklasse systematisch anzugehen. Langfristig zielführend sind PE-Anlagen, wenn Anleger über Jahre konstant Kapitalzusagen zu den Fonds der besten GPs tätigen, um ein Portfolio aufzubauen, welches eine gesunde Diversifikation nach Auflagejahren und Strategien hat. Zudem können und sollten Anleger mittels Sekundärmarkttransaktionen (sogenannten «Secondaries») und Co-Investitionen ihre Portfoliodiversifikation und Aussicht auf Überrendite zusätzlich steuern. Ein solches Portfolio profitiert vom Chancenspektrum sowie der Stabilität der Anlageklasse und glättet Marktschwankungen. PE-Anlagen sind komplex und arbeitsintensiv. Es braucht Können, Erfahrung, Umsetzungsfähigkeiten und Weitsicht, um die von außen oft als intransparent wahrgenommene Anlageklasse und die damit verbundenen Risiken zu minimieren und attraktive Renditen zu erwirtschaften. Es geht bei PE-Anlagen stets um die langfristige Positionierung von Unternehmen bezüglich deren Geschäftsmodell, Strategie, Marktstellung und Ertragspotential. Bei UBS gehen wir davon aus, dass Anleger abhängig von ihrer Risikobereitschaft strategische PE-Allokationen von bis zu 10% (konservative Anleger) oder sogar 20% (risikoaffinere Anleger) ihrer Anlagen eingehen werden.

**Bestehende PE-Anleger dürfen ihre Herangehensweise bezüglich Portfoliomanagement überdenken.** Während die meisten Anleger traditionell ein Hold-to-Maturity-Modell verfolgten, ist es heute möglich, Portfolios aktiv zu verwalten und über den Sekundärmarkt zu steuern, was ein aktives Risikomanagement erlaubt.

**PE-Secondaries waren in den frühen 2000er Jahren zunächst eine kleine Nische. Heute sind sie ein stetig wachsender Teil des PE-Ökosystems mit einem Marktvolumen von USD 134 Milliarden im Jahr 2021 und USD 111 Milliarden im Jahr 2022** (Abbildung 4).

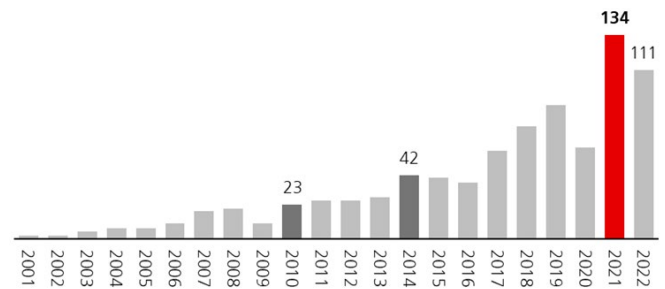


Abbildung 4: Sekundärmarktvolumen (in USD Mrd.). Daten von Greenhill - Global Secondary Market Review (Februar 2023).

Der Sekundärmarkt ist aber nach wie vor relativ klein und trotz mehr Marktteilnehmern von Ineffizienzen geprägt. Er ist sogar der am stärksten unterkapitalisierte Teil des PE-Marktes. Ersichtlich wird dies beim verfügbaren Dry Powder (Kapitalzusagen, welche noch nicht investiert wurden). PE-Fonds haben Dry Powder zwischen zwei und drei Jahren, während PE-Sekundärmarktfonds derzeit Dry Powder für etwa ein Jahr haben. Secondaries sind im aktuellen Umfeld attraktiv, auch weil ihr Rendite-/Risikoprofil tendenziell von erhöhter Volatilität profitiert. Hinzu kommt, dass praktisch alle PE-Fonds als Closed-End-Strukturen und ohne definierten Liquiditätsmechanismus aufgelegt sind. Diese erweitern das momentan ohnehin große Investitionsuniversum zusätzlich. Das Dry Powder für Secondaries könnte sich also zügig verringern.

**Bei einem klassischen Secondaries-Geschäft (sog. «LP-led» Transaktionen) erwirbt ein Käufer PE-Vermögenswerte von einem Verkäufer in einer privat ausgehandelten Transaktion und übernimmt die Rechte und Pflichten sowie die damit verbundenen Chancen und Risiken des Verkäufers.** Dieses klassische Geschäft ist mittlerweile sophisticated und institutionell geführt.

**Neben diesen klassischen Secondaries hat sich eine weitere Form von Secondaries etabliert, die sogenannten «GP-led» Transaktionen.** Bei diesen Transaktionen entscheidet sich der GP dazu, den Sekundärmarkt dafür zu nutzen, um mehr Zeit und/oder Geld zu haben, um mit einem oder mehreren Portfoliounternehmen zu arbeiten. Dabei werden die Portfoliounternehmen von einem Fonds des PE-Managers an einen sogenannten «Continuation»-Fonds verkauft, welcher weiterhin vom PE-Manager geführt wird. Anleger im Fonds des PE-Managers haben dann normalerweise die Möglichkeit, ihre Anteile im Rahmen des Transfers der Portfoliounternehmen an den Continuation-Fonds zu verkaufen, zu rollen oder eine Kombination davon zu wählen. Bei der Due Diligence solcher Transaktionen sind die Stärke und Motivation des GPs und des Managementteams, die Glaubwürdigkeit eines bestehenden Geschäftsplans, die Bewertung sowie die Transaktionsdynamik

# Private Equity, Private Equity Secondaries und semi-liquide Anlagelösungen

wichtige Eckpunkte. GP-led Transaktionen ermöglichen einen gezielteren Ansatz für den Portfolioaufbau, sind aber komplex, zeit- und ressourcenintensiv. Darüber hinaus sind die Transaktionsfristen stark komprimiert und der Wettbewerb um qualitativ hochwertige Investitionen ist hart. Insgesamt befinden sich GP-led Transaktionen unserer Ansicht nach noch in einem frühen Stadium und werden an Bedeutung gewinnen.

**GP-led Transaktionen machten im Jahr 2021 schätzungsweise 68 Mrd. USD oder etwas mehr als 50% des gesamten Sekundärmarkt-Transaktionsvolumens von 134 Mrd. USD aus.** Zum Vergleich: Im Jahr 2015 machten diese Transaktionen weniger als 20% des Gesamtvolumens aus (ca. 7 Mrd. USD)<sup>1</sup>.

**Der Volumenmix von LP-led und GP-led Transaktionen im Jahr 2022 verlagerte sich hin zu LP-led Transaktionen,** weil Nenner-Effekte und Liquiditätsanforderungen der zugrunde liegenden Portfolios die Verkäufer dazu veranlassten, ihre Portfolios neu auszurichten.

**Im Jahr 2022 verhinderte die Preisdiskrepanz zwischen Käufern und Verkäufern auch einige Transaktionen.** Jetzt erkennen die Verkäufer, dass die Preise sinken müssen und sie teilweise größere Wertabschläge hinnehmen müssen, wenn sie verkaufen wollen. Möglicherweise wollten sie im vergangenen Jahr auch keinen Verlust bei ihren Privatmarktportfolios hinnehmen, weil sie bereits große Verluste bei öffentlichen Aktien und festverzinslichen Wertpapieren erlitten haben.

**Für Anleger bieten Secondaries eine Möglichkeit, ihr PE-Portfolio schnell, diversifiziert, mit geringerem Blindpool-Risiko, und erhöhter Aussicht auf Kapitalrückflüsse auf- oder auszubauen.** Zum Kaufzeitpunkt und abhängig vom Typ eines Secondaries sind die entsprechenden Anlagen typischerweise voll oder nahezu voll investiert, was dem Anleger eine rasche Exposition zur Anlageklasse ermöglicht. Ein schneller Portfolioaufbau oder -ausbau mittels reifen und diversifizierten Secondaries resultiert – wenn richtig gesteuert – in einem umgehend gut diversifizierten Portfolio. Zudem ist das Blindpool-Risiko stark limitiert, denn der Käufer eines Secondaries kann vor einer Investition eine detaillierte Due Diligence der einzelnen Portfolioinvestitionen im Hinblick auf deren Renditepotential durchführen, was in tendenziell tieferen Verlustraten resultiert. Darüber hinaus kann der Käufer von Secondaries mit dem Verkäufer den Kaufpreis verhandeln, um das Risiko-/Renditeprofil zu optimieren. Der Einkauf in mehrheitlich reife Investitionen bedeutet für Anleger, dass die Halteperiode für Secondaries verkürzt ist. Folglich

hat der Anleger eine erhöhte Visibilität auf den Zeitpunkt und die Größenordnung von Kapitalrückflüsse.

**Im Portfoliokontext unterstützt eine Allokation zu Secondaries die Minimierung des typischen J-Kurveneffektes** (negative Performance in der Anfangsinvestitionsphase aufgrund von Gebührenbelastungen). Zudem erlaubt der Erwerb von Secondaries mit Abschlägen auf die Nettoinventarwerte den J-Kurveneffekt weiter zu mildern.

**Für Verkäufer kann die Motivation zum Verkauf von PE-Anlagen vielfältig sein.** Sie ist aber selten mit der Qualität der Anlagen verbunden. Am häufigsten benutzen (mehrheitlich institutionelle) Anleger den Sekundärmarkt als Instrument, um ihre Portfolios zu verwalten und strategisch auszurichten. Andere Anleger verkaufen Anteile, weil sich ihr Liquiditätsbedarf ändert – wie oben erwähnt – oder sich die betriebliche Komplexität des Besitzes dieser Anlagen nicht mehr auszahlt. In der Vergangenheit wurden auch erhebliche Verkäufe durch Änderungen der regulatorischen Rahmenbedingungen für Banken und Versicherungen ausgelöst, welche ein Risiko für die Anlageklasse darstellten.

**Die steigende Komplexität des Sekundärmarktes erfordert Fähigkeiten, Branchenerfahrung und ein starkes Netzwerk, um die Chancen von Secondaries zu nutzen und Risiken zu minimieren.** Anleger brauchen spezialisierte Origination-Fähigkeiten. Dabei ist eine etablierte Primärfonds-Plattform mit einem starken Netzwerk unabdingbar, um sich eine Meinung bezüglich der Qualität der GPs zu bilden und abschätzen zu können, ob diese im jeweiligen Markt eine etablierte Position haben, gut geführt sind und Erfolg haben. Darüber hinaus sind bei der Auswahl von GP-led Transaktionen die Sicherstellung einer angemessenen Interessenausrichtung mit den GPs mitentscheidend. Oft sind Anleger auch gut beraten in Bezug auf Sektoren so zu wählen, dass ihr künftiges Portfolio von langfristigem Rückenwind in einzelnen Sektoren profitieren kann (bspw. der Gesundheitssektor). Schließlich ist auch eine grundsätzliche Due Diligence, welche auch ESG-Aspekte mitberücksichtigt, sowie eine Strukturierung und Implementierung nach besten Industriestandards erforderlich, um langfristig als erfolgreicher Sekundärmarkt-Anleger zu agieren.

**Im PE-Markt gibt es aus Anlegersicht einen Trend hin zu semi-liquiden Anlagelösungen, welche die Attraktivität von PE als Anlageklasse und die Attraktivität von Secondaries vereinen.** Solche Anlagelösungen funktionieren am besten, wenn sie mit Teilen der Anlageklasse gestaltet werden, die relativ regelmäßige und stabile Liquiditätsniveaus aus einer Vermögensbasis erzeugen. Historisch war dies vor allem bei Sachwerten der Fall. Innerhalb der PE-Anlageklasse

<sup>1</sup> Quelle: Greenhill Secondary Market Review (Februar 2023).

# Private Equity, Private Equity Secondaries und semi-liquide Anlagelösungen

haben Secondaries jedoch eine bemerkenswert beständige Fähigkeit gezeigt, über mehrere Marktzyklen hinweg Liquidität zu produzieren, wodurch sie sich ideal für semi-liquide Anlagelösungen eignen.

**Angesichts der zunehmenden Tiefe und Breite des Sekundärmarktes werden semi-liquide Anlagelösungen auch für PE und insbesondere für PE-Multi-Manager-Lösungen in Zukunft eine größere Rolle spielen.** Secondaries eignen sich aus unserer Sicht ideal für semi-liquide Privatmarkt-Angebote. Das Wachstum des Sekundärmarktes in Breite, Tiefe und Raffinesse seit der Finanzkrise hat dieses Merkmal von Secondaries nur noch verstärkt.

**Es existiert heute eine Vielzahl von semi-liquiden Privatmarktprodukten und wir erwarten, dass diesbezüglich noch starkes Wachstum vor uns liegt.** Schließlich hat die Kundennachfrage nach semi-liquiden Produkten deutlich zugenommen. Wir haben auch beobachtet, dass das Interesse an PE-Anlagen auf mehrere Ebenen durchgedrungen ist. Zunächst waren es Family Offices und institutionelle Anleger, dann sehr vermögende Privatpersonen, dann vermögende Privatpersonen, und jetzt sehen wir, dass die wohlhabende Masse gerne in PE investieren möchte. Selbst diese Entwicklung hat einen Großteil der Bevölkerung noch nicht erreicht.

**Bei der Produktausgestaltung sind Anbieter von semi-liquiden Lösungen gefordert.** Sie müssen Anlegern eine Möglichkeit bieten geringe Mindestinvestitionen zu zeichnen und eine Reihe von Sicherheitsvorkehrungen treffen, um sicherzustellen, dass die Produkte unter normalen Marktbedingungen in der Lage sein werden, regelmäßig Rücknahmen zu ermöglichen. Zudem sollte der Gebührenmechanismus so gestaltet sein, dass er das Investitionstempo und die Leistung des Anbieters belohnt, und dadurch zur Interessengleichrichtung mit den Investoren beiträgt. Im Idealfall besteht dieser Mechanismus aus einer Managementgebühr und einer erfolgsabhängigen Gebühr.

## Kontakt und Autoren:

**UBS Asset Management GmbH**  
Bockenheimer Landstraße 2-4  
60306 Frankfurt  
[www.ubs.com](http://www.ubs.com)

**Markus Benzler**  
Head Multi-Managers Private Equity  
Tel.: +41-44-235 57 14  
E-Mail: [markus.benzler@ubs.com](mailto:markus.benzler@ubs.com)

**Adrian Hodel**  
Portfoliomanager Multi-Managers Private Equity  
Telefon: +41-44-234 00 75  
Email: [adrian.hodel@ubs.com](mailto:adrian.hodel@ubs.com)

## Rechtliche Hinweise

Die vorliegenden Informationen und erlangten Meinungen basieren auf vertrauenswürdigen Angaben aus verlässlichen Quellen, erheben jedoch keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Dieses Dokument enthält «zukunftsgerichtete Aussagen». Während diese zukunftsgerichteten Aussagen unsere Einschätzung ausdrücken, können verschiedene Risiken, Unsicherheiten und andere wichtige Faktoren dazu führen, dass die tatsächlichen Entwicklungen sich von unseren Erwartungen deutlich unterscheiden.



AUSFÜHRLICHE  
INFORMATIONEN  
UNTER:  
[WWW.EBS.EDU](http://WWW.EBS.EDU)

# SATTELFEST IN ALTERNATIVEN UND NACHHALTIGEN FINANZANLAGEN

Kompaktstudiengänge ■ *Private Equity* ■ *Sustainable & Responsible Investments*  
■ *Corporate Sustainable Finance* ■ *Impact Investing*

## Kompaktstudium *Private Equity*

- Fokus auf *Private Equity* als Anlageklasse
- Rechtliche, steuerliche, aufsichtsrechtliche und bewertungstechnische Grundlagen
- Investmentprozess auf Single- und Dachfondsebene
- Analyse von *Private Equity*-Produkten und Portfoliobeitrag
- Infrastruktur-*Private Equity*
- ESG und *Private Equity*
- Credits für Master-Studiengang *Wealth Management*
- 6 Tage plus Klausur
- Expertenwissen praxisnah vermittelt
- Mit Unterstützung des BAI Bundesverband Alternative Investments e.V.

Start 21. Jahrgang: 11.09.2023

[www.ebs.edu/pe](http://www.ebs.edu/pe)

## Kompaktstudium *Sustainable & Responsible Investments (SRI)*

- Besonderheiten und Chancen nachhaltiger Investments
- SRI und ESG: Märkte, Strategien, Ratings, Performance, Vertrieb
- 22 Dozenten aus der SRI-Investment- und Beratungspraxis
- Credits für Master-Studiengänge *Sustainable Finance* oder *Wealth Management*
- 7 Tage in 2 Blöcken
- Umfassend, Cutting Edge Know-how, universitäres Niveau
- Wissensvorsprung für ein stark wachsendes Marktsegment
- Mit Unterstützung der relevanten Fachverbände FNG und VfU

Start 11. Jahrgang: 25.09.2023

[www.ebs.edu/sri](http://www.ebs.edu/sri)

## Kompaktstudium *Corporate Sustainable Finance (CSF)*

- Für CFO-Bereiche von Unternehmen sowie Kreditbetreuer und Analysten in Banken
- Alle Nachhaltigkeitsthemen der Finanzfunktion: Strategie, Steuerung, Finanzierung, Risiko, Klima, IR, Reporting etc.
- 22 Dozenten aus Wissenschaft und Praxis
- Credits für Master-Studiengang *Sustainable Finance*
- 12 Tage in 4 Blöcken
- Klausur und Transferarbeit
- Universitätszertifikat: *CSF-Advisor (EBS)*
- Mit Unterstützung der relevanten Fachverbände DAI, DIRK, FNG und VfU

Start 5. Jahrgang: 18.09.2023

[www.ebs.edu/csf](http://www.ebs.edu/csf)

## Kompaktstudium *Impact Investing (IIV)*

- Vertiefende Einblicke in Zukunftsfeld *Impact Investing*
- Fokus: Intention, Beitrag sowie Messung und Steuerung von *Impact Investing*
- Hoher Praxisbezug mit 6 *Impact Investing*-Praxisfällen
- 14 Dozenten aus Wissenschaft und Praxis
- Credits für Master-Studiengänge *Sustainable Finance* oder *Wealth Management*
- 5 Tage als Blockwoche
- Universitätszertifikat: *Impact Investing-Advisor (EBS)*
- Mit Unterstützung der relevanten Fachverbände Bundesinitiative *Impact Investing*, FNG und VfU

Start 4. Jahrgang: 13.11.2023

[www.ebs.edu/iiv](http://www.ebs.edu/iiv)

**EBS Executive School**  
Hauptstraße 31  
65375 Oestrich-Winkel  
Tel.: +49 611 7102 2010  
[info.es@ebs.edu](mailto:info.es@ebs.edu)  
[www.ebs.edu/sum](http://www.ebs.edu/sum)

**BAI** REPRESENTING  
ALTERNATIVE  
INVESTMENTS

Bundesinitiative  
**IMPACT  
INVESTING**

**DIRK**

**FNG**  
FORUM NACHHALTIGE GELDANLAGEN

Deutsches Aktieninstitut  
Kapital. Markt. Kompetenz.

**VfU**  
Verein für Unternehmensmanagement  
und Nachhaltigkeit in der  
Finanzindustrie e.V.

**EBS  
UNIVERSITÄT**



**11.**  
SEP

### **21. JAHRGANG KOMPAKTSTUDIUM PRIVATE EQUITY** Frankfurt

Rabatt für BAI-Mitglieder

EBS Executive School

- 6 Tage berufsbegleitend
- Fokus auf Private Equity als Anlageklasse
- Rechtliche, steuerliche, aufsichtsrechtliche und bewertungstechnische Grundlagen
- Investmentprozess auf Single- und Dachfondsebene
- Analyse von Private Equity-Produkten und Portfoliobeitrag
- Infrastruktur-Private Equity
- ESG und Private Equity

**13.**  
SEP

### **NACHHALTIGE GELDANLAGEN 2023** Frankfurt

Rabatt für BAI-Mitglieder

Die Regulierung gewinnt zunehmend an Bedeutung. Aus diesem Grund widmet sich ein großer Teil des Vormittags der Konferenz "Nachhaltige Geldanlagen" am 13. September diesem Schwerpunkt. Keynotes von Dr. Thorsten Pötzsch (BaFin) und Dr. Fritz Köhler-Geib (KfW Bankengruppe), sowie den hochkarätigen Speakern Angela McClellan (PWC) und Dr. Lars Röh (lindenpartners) stellen die Regulierung seitens ESMA & BaFin, Energiewende, Biodiversität sowie menschenrechtsbezogenen Sorgfaltspflichten vor.

Am Nachmittag werden diese und andere Themen in interaktiven Roundtables und Podiumsdiskussionen weiter vertieft. Nutzen Sie die Gelegenheit, um sich mit anderen Experten zu vernetzen.

**18.**  
SEP

### **5. JAHRGANG KOMPAKTSTUDIUM CORPORATE SUSTAINABLE FINANCE** EBS Executive School

Rabatt für BAI-Mitglieder

- 12 Tage berufsbegleitend in 4 Blöcken
- Für CFO-Bereiche von Unternehmen sowie Kreditbetreuer und Analysten in Banken
- Für Private Equity Investoren zur Portfoliosteuerung
- Alle Nachhaltigkeitsthemen der Finanzfunktion: Strategie, Steuerung, Finanzierung, Risiko, Klima, IR, Reporting etc.

**18.-19.**  
SEP

### **NEW ENERGY INVESTOR SUMMIT 2023** Zürich

Rabatt für BAI-Mitglieder

Dem bereits zuvor grossen Anstieg der Nachfrage an Investitionsmöglichkeiten in Erneuerbare Energieprojekte folgt nun noch ein Ruf nach erweiterter Unabhängigkeit. Was dies im Kontext von Lieferketten Engpässen und begrenztem Rohstoffangebot für bestehende Projekte heisst und welche neuen Möglichkeiten sich dennoch ergeben, erfahren Sie auf dem New Energy Investor Summit – dem jährlichen Treffen von Top-ManagerInnen, ProjektentwicklerInnen und InvestorInnen mit Fokusthema Investitionen in Erneuerbare Energien – am 18. & 19. September 2023 im Swiss Re Centre for Global Dialogue in Rüschlikon.

**18.-20.**  
SEP

**IPEM, 9TH EDITION**  
Paris

Rabatt für BAI-Mitglieder

**Discover the world's private capital hub this September!**

Based on the successful formula of the PE tradeshow in Cannes, IPEM Paris is an ambitious and global opportunity to establish new business partnerships and to examine the latest opportunities, challenges and projections in private markets.

IPEM Paris offers C-level decision makers, investors and general partners from the US, Europe, Asia and the Middle East a highly efficient networking experience in the Jardin des Tuileries and the Westin hotel in the center of Paris. More than 4,000 delegates from more than 60 countries (from 1,600+ firms - including 650+ LPs and 650+ GPs) will head to Paris on September 18-20, 2023, to create meaningful connections, discuss challenges the industry is facing and imagine the road ahead. See you there!

LP invitation via <https://www.ipem-market.com/participate-paris-2023-for-limited-partners/>

GP special discount for BAI members : please contact BAI to get 10% off on the current IPEM visitors rate.

**25.**  
SEP

**11. JAHRGANG KOMPAKTSTUDIUM SUSTAINABLE & RESPONSIBLE INVESTMENTS**  
EBS Executive School

Rabatt für BAI-Mitglieder

- 7 Tage berufsbegleitend in 2 Blöcken mit 22 Top-Referenten
- Besonderheiten und Chancen nachhaltiger Investments
- SRI und ESG: Märkte, Strategien, Ratings, Performance, Vertrieb

**18.-19.**  
OKT

**BAYERISCHER FINANZGIPFEL**  
München

Der Bayerische Finanzgipfel der Süddeutschen Zeitung am 19. Oktober in München beschäftigt sich unter dem Motto „Die Zukunft der Finanzmärkte ist europäisch. Wie stellt sich die Branche auf?“ mit Future Financial Services in Europa, Kapitalmarkt und Finanzierung, Altersvorsorge sowie den Herausforderungen durch ESG und Regulierung. Führende Köpfe der Finanzbranche, aus Politik, Wirtschaft und Wissenschaft diskutieren mit Lisa Nienhaus und Herbert Fromme über die aktuellen Herausforderungen. Im Rahmen der SZ-Finanzgründerreihe können sich innovative FinTechs und Startups vorstellen und bis zum 25. August 2023 für einen Rednerslot bewerben.

Diskutieren auch Sie mit!



## Bank- und Kapitalmarktrecht

Dr. Roland Erne

Handbuch, C.H.Beck, 6. Auflage, 2023. Softcover, 509 Seiten, 99, 00€, ISBN 978-3-406-72212-7

### Zum Werk

Kaum ein Rechtsgebiet erfährt dauerhaft so umwälzende Änderungen wie das Bank- und Kapitalmarktrecht. Das für Praxis und Studium gleichermaßen geeignete Werk stellt das komplexe Recht kompakt und anschaulich mit vielen Beispielen dar. Behandelt werden insbesondere das Bankaufsichtsrecht, der Zahlungsverkehr sowie das Kreditgeschäft, das Kapitalmarktrecht und das Wertpapiergeschäft. Auf diesem Gebiet besonders versierte Autoren liefern Studierenden und Praktikerinnen und Praktikern konzentrierte Sachinformation und überzeugen durch wissenschaftliche Präzision.

### Zur Neuauflage

Behandelt werden u.a. folgende neue Rechtsentwicklungen/Themen:

- Novelle Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz;
- neues Recht der Zahlungsdienste (z.B. Echtzeitüberweisungen, kontaktloses Bezahlen);
- Umsetzung der Wohnimmobilienkreditrichtlinie;
- MiFID II;
- Product Governance/Produktverbote;
- Hochfrequenzhandel;
- Marktmissbrauchsverordnung (z.B. Managers' Transactions);
- Reform Corporate Governance-Kodex;
- FinTech-Geschäftsmodelle und FinTech-Regulierung

### Zielgruppe

Für Rechtsanwaltschaft, Richterschaft, Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter von Banken und Sparkassen sowie alle Finanzdienstleister; für Studierende von Wirtschaft, Recht und Bankwesen an Universitäten, Fachhochschulen und Akademien.



## Handbuch der Gemeinnützigkeit

Verein, Stiftung, GmbH. Recht, Steuern, Personal

Prof. Dr. Stephan Schaubhoff und Dr. Christian Kirchhain, LL.M. (Hrsg.)

*Handbuch, C.H. Beck, 4. Auflage, 2023. Hardcover (Leinen), 1460 Seiten, 149,00€, ISBN 978-3-406-65710-8*

### Der Profi im Non-Profit-Sektor.

#### Für alle Aspekte

Umfassend und aktuell stellt das Handbuch die zivil-, gesellschafts-, steuer- und organisationsrechtlichen Aspekte der gemeinnützigen Einrichtungen dar. Es erörtert eingehend die relevanten Rechtsformen Verein, Stiftung und GmbH sowie Körperschaft des öffentlichen Rechts, jeweils unter Berücksichtigung ihres unterschiedlichen Organisationsaufbaus und der damit verbundenen rechtlichen wie steuerlichen Auswirkungen auf die gemeinnützige Tätigkeit. Das europäische und internationale Steuerrecht wird in einem eigenen Kapitel dargestellt. Daneben behandelt das Werk eingehend die typischen Probleme des täglichen Geschäfts von gemeinnützigen Einrichtungen in den Bereichen Finanzierung, Rechnungslegung und Steuern sowie Arbeits-, Sozial- und Europarecht.

#### Zur Neuauflage

Im Fokus der Neuauflage stehen vor allem die Reformen des Gemeinnützigkeitsrechts durch das Jahressteuergesetz 2020 und die am 1. Juli 2023 in Kraft tretende Stiftungsrechtsreform.

Daneben werden die aktuelle Rechtsprechung und Literatur sowie alle weiteren für das Gemeinnützigkeitsrecht relevanten Gesetzesänderungen seit der Voraufgabe erläutert, so zum Beispiel das Ehrenamtsstärkungsgesetz.