

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

BAUMGARTNER & PARTNER  
STEUERBERATER RECHTSANWALT



### Diese Termine sollten Sie sich nicht entgehen lassen!

15. März (München) und 16. März 2017 (Frankfurt)

**BAI Insight 40 zum Thema „Praxiserfahrungen beim Investieren in Risikoprämien“**

24. März 2017 (Frankfurt)

**BAI Workshop Private Debt**

23.&24. Mai 2017

**BAI Alternative Investor Conference (AIC)**

u.a. mit den folgenden Vorträgen:

- **„Veränderte Kulisse globaler Risiken – Implikationen für das Investitionsverhalten“**, von Prof. Dr. Michael Hüther, Direktor und Mitglied des Präsidiums Institut der deutschen Wirtschaft Köln
- **„Ist die Finanzmarktregulierung zu weit gegangen?“**, von Prof. Dr. Isabel Schnabel, Institut für Finanzmarktökonomie & Statistik, Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn, Mitglied des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung
- **„Finanzstandort Deutschland: wo geht es hin in Zeiten von Brexit und Kapitalmarktunion?“**, von Dr. Thomas Schäfer, Hessischer Finanzminister
- **Get-together-Vortrag zum Thema „Mythos Stradivari“**, musikalisch begleitet vom D.U.R. Quartett

## Inhalt

2 Leitartikel

7 Mitgliederneuvorstellungen

10 Ein Blick auf die neue KAMaRisk -  
und ein besonderer Blick auf deren neue Regelungen für Kreditfonds  
Michael Bommer, BAI e.V.

16 Impressum

17 Rendite und Risiko von Private  
Debt-Strategien  
Dr. Matthias Unser, YIELCO Investments AG

23 Investorenmeinung  
Interview mit Dr. Gunar Lietz, Wacker Chemie VVaG

25 Chancen im dynamischen Umfeld  
mit Alternative Fixed Income  
NN Investment Partners

31 Private Debt – Wertvolle Finanzierungs-  
kapazität für mittelständische Unternehmen  
Jürgen Breuer, Pemberton Asset  
Management GmbH

35 US Real Estate Debt: Fixed-  
Income Alternative besichert durch  
Core-Immobilien  
David Rückel, PIA Pontis Institutional Advisors, Thomas Mattinson, Quadrant Real Estate Advisors

41 Spezial-Investmentfonds nach der  
Investmentsteuerreform  
Caroline Müller und Dr. Christian  
Prasse, Baumgartner & Partner

46 Veranstaltungshinweise

52 Buchvorstellungen

Sehr geehrte Damen und Herren,

### **Kapitalanlage-Rundschreiben – jetzt wird es ernst**

Am 31. Januar hat der BAI seine Stellungnahme zum Entwurf des Kapitalanlagerundschreibens zur Anlageverordnung der BaFin übersandt. Politisch bzw. in der Öffentlichkeit findet das Thema keinerlei Beachtung. Dabei geht es um nicht weniger als rund 500 Mrd. Euro Kapitalanlagen zum einen von Pensionskassen, Pensionsfonds und (mittelbar) Versorgungswerken, auf die die Anlageverordnung qua Landesrecht Anwendung findet, zum anderen von kleinen Versicherungsunternehmen inklusive Sterbekassen, die nicht unter Solvency II fallen.

In unserem Dezember-Newsletter hatten wir bereits in diesem Zusammenhang auf die von der BaFin im Vorfeld angekündigte Stärkung der Eigenverantwortung der betroffenen Investoren bei der Prüfung der Einhaltung der Anlagegrundsätze sowie der Qualifikation der Anlagen für das Sicherungsvermögen hingewiesen und Hoffnungen geäußert, dass die Prinzipienorientierung tatsächlich in den Vordergrund tritt und gleichzeitig detaillierte Einzelfallregelungen zurückgefahren werden.

Das zur Konsultation gestellte Dokument macht allerdings deutlich, dass das Anlagekorsett aus Anlageverordnung und Kapitalanlagerundschreiben im Grunde Bestand haben soll, viele Detailregelungen aus dem bisherigen Rundschreiben aus dem Jahre 2011 übernommen werden und die Kapitalanlage nicht unbedingt einfacher bzw. unbürokratischer werden wird. Auch der Strukturierungs- und Abstimmungsaufwand dürfte sich aus unserer Sicht nicht signifikant reduzieren. Denn der Entwurf enthält in diversen Abschnitten weiterhin zu viele und zudem limitierende Detailregelungen, die nicht nur dem propagierten Grundsatz der Eigenverantwortung widersprechen, sondern im Ergebnis Verschärfungen gegenüber dem Status Quo darstellen, obwohl mit der Verabschiedung der Anlageverordnung explizit die Maßgabe verbunden war, dass dies gerade nicht erfolgen solle.

Unsere Bewertung des Entwurfs ergibt, dass insbesondere Fondsanlagen nachteilig betroffen sein dürften, sowohl der Investmentprozess im Allgemeinen, aber auch die

besonderen Regelungen für AIFs gemäß § 2 Abs. 1 Nr. 13, Nr. 16 und Nr. 17, also Private Equity, Spezial-AIF und sonstige AIF. Problematisch sind zudem die über den Wortlaut des § 4 Abs. 4 Satz 2 AnIV nebst Begründung hinausgehenden Einschränkungen beim sogenannten Holdingprivileg. Dieser „Rückschritt“ ist schon deshalb nicht nachvollziehbar, da diese Fonds und deren Kapitalanlage umfassend und sachgerecht durch OGAW- und AIFM-Richtlinie bzw. das KAGB reguliert sind, so dass sich die Frage stellt, was mit weitergehenden Anlagerestriktionen bezweckt wird.

In unserer Stellungnahme plädieren wir daher nachdrücklich dafür, dass zum einen die allgemeinen Anforderungen an den Investmentprozess bei Anlagen in Investmentvermögen auf den Prüfstand gestellt und überarbeitet werden, zumal diese z.T. wortwörtlich Formulierungen aus dem Hedgefonds-Rundschreiben 7/2004 (VA) übernehmen, welches aber noch vor Inkrafttreten der AIFM-Richtlinie verfasst wurde, sich explizit auch auf (Ziel-)Anlagen in nicht bzw. rudimentär regulierte Fonds bezog und somit im Ergebnis überholt ist, auch weil es die regulatorische Gegenwart nicht mehr abbildet.

Äußerst kritisch sehen wir zudem, dass über die investimentrechtliche Regulierung hinausgehende bzw. davon abweichende Beschränkungen bzw. Regularien eingeführt werden sollen, die weder unter Anlegerschutzgesichtspunkten geboten bzw. erforderlich sind, noch dem vorangestellten Prinzip der gestärkten Eigenverantwortung gerecht werden, ja sogar unter Anlagegesichtspunkten kontraproduktive Wirkung entfalten! Auch hier plädieren wir daher für eine deutliche Bereinigung des Entwurfs.

In unserer Stellungnahme, die wir in unserem Fachausschuss Investorenaufsichtsrecht erarbeitet und auch mit unserem Investorenbeirat abgestimmt haben, haben wir eine Reihe von problematischen und kritikwürdigen Punkte



*Frank Dornseifer,  
Geschäftsführer*

in Bezug auf Fondsanlagen herausgearbeitet, die ich nachfolgend kurz auflisten möchte:

Im Hinblick auf Beteiligungen enthält das Rundschreiben z.T. missverständliche Formulierungen z.B. im Hinblick auf Infrastruktur- und Darlehensfonds, z.T. Vorgaben, die eine Verschärfung ggü. dem Status Quo darstellen, z.B. im Hinblick auf erwerbbar Zielfonds und die Vorgaben zur Fremdmittelaufnahme, die die BaFin auf 10% beschränken möchte. Offen bleibt zudem, ob auch ELTIFs in der Beteiligungsquote erwerbbar sind. Darüber hinaus sind die Vorgaben zu den Streuungsgrenzen für Beteiligungen an geschlossenen Fonds extrem restriktiv, und eine Durchrechnung soll es nur für Dachfonds geben und auch nur dann, wenn diese in geeignete Zielfonds investieren, wobei derzeit unklar ist, was damit eigentlich gemeint sein soll. Auch hier besteht daher unserer Sicht grundlegender Klarstellungs- bzw. Änderungsbedarf.

Bei den Ausführungen zu offenen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen sind insbesondere die zusätzlichen Beschränkungen der Anlagemöglichkeiten gegenüber den Vorgaben des KAGB kritikwürdig, die aus unserer Sicht gerade im Hinblick auf Art und Qualität der Fondsregulierung nicht mehr zeitgemäß bzw. sachgerecht sind und daher per se entfallen sollten. Problematisch ist zudem der terminologische und typologische Widerspruch ggü. dem KAGB im Hinblick auf die Definition von offenen und geschlossenen Fonds. Wir haben daher nachdrücklich für einen Gleichlauf plädiert. Denn alles andere ist kontraproduktiv und behindert die betroffenen Investoren unangemessen.

Auch bei sonstigen AIF-Anlagen verfolgt die BaFin aus unserer Sicht einen deutlich zu restriktiven Ansatz, der dem propagierten Grundsatz der Eigenverantwortlichkeit deutlich entgegen steht, zum einen durch eine Aufweichung des für sonstige AIF vorgesehenen Grundsatzes der Intransparenz, zum anderen durch weitere Anlagerestriktionen gegenüber der Anlageverordnung, die insbesondere Zielinvestmentfondsanlagen außerhalb von EU/EWR im Grundsatz unmöglich machen würden.

Für die Details darf ich auf unsere Verbandsstellungnahme verweisen. Wir rechnen im Laufe des Monats März mit einer Veröffentlichung des finalen Rundschreibens.

## **Brexit und kein Ende in Sicht – Projekt Kapitalmarktunion auf dem Prüfstand**

Nachdem der Londoner High Court Ende letzten Jahres entschieden hatte, dass das Parlament beim Austrittsverfahren aus der Europäischen Union zu beteiligen ist, hat nunmehr das Unterhaus dem Brexit-Gesetz zugestimmt, obwohl die Mehrheit der Abgeordneten einen Verbleib in der EU befürwortet. So schizophren kann Politik sein! Dazu passt, dass das Oberhaus das Ingangsetzen des Ausstiegsprozesses zwar nicht stoppen will, möglicherweise aber ein weiteres Referendum über das Ergebnis der Verhandlungen zur Abstimmung bringen will.

Das Brexit-Chaos ist also noch lange nicht zu Ende und jedem dürfte klar sein, dass es im Verlauf der Austrittsverhandlungen noch die eine oder andere Überraschung geben wird. Dieser Umstand und die Tatsache, dass am Ende nun definitiv auch ein Austritt aus dem Binnenmarkt angestrebt wird, bereitet mittlerweile immer mehr Vertretern der britischen Bankenbranche Sorge, und deren Augenmerk richtet sich immer deutlicher auf Frankfurt und somit natürlich auch auf die BaFin, die erst kürzlich rund 50 Vertreter von ausländischen Banken zu einem aufsichtlichen Workshop eingeladen und auf ihrer Homepage eine Kontaktadresse für ausländische Finanzunternehmen eingerichtet hat.

In diesen politischen und institutionellen Wirrwarr will so gar nicht das von der Europäischen Kommission initiierte Projekt Kapitalmarktunion passen, für das nunmehr die sog. Halbzeitüberprüfung ansteht. Hierzu hat die EU am 20. Januar ein Konsultationspapier mit der Zielsetzung veröffentlicht, herauszufinden, ob und inwieweit zusätzliche Maßnahmen in diesen Aktionsplan aufgenommen werden sollen.

Zur Erinnerung: der Aktionsplan Kapitalmarktunion zielt darauf ab, bis 2019 einen einheitlichen Kapitalmarkt in der EU herzustellen. Die insgesamt sechs Aktionsfelder umfassen:

- Marktbasierte Wachstumsfinanzierung für Start-ups und KMUs,
- Vereinfachung des Kapitalmarktzugangs für KMUs,
- Förderung von Langfrist-, Infrastruktur- und nachhaltigen Investitionen,
- Stärkung von Privatanlegern und institutionellen

Investoren,

- Unterstützung der Banken bei ihrer Finanzierungsaufgabe sowie
- Vereinfachung von grenzüberschreitenden Investitionen.

In unserer letzten Infomail II/2017 haben wir über das Konsultationsdokument, welches auch den Umsetzungsstand der einzelnen Aktionsfelder enthält, berichtet. Eine Vielzahl der Maßnahmen sind für unsere Mitglieder von besonderem Interesse, wie etwa

- die Initiierung eines pan-europäischen VC-Dachfonds,
- die Überarbeitung der EuVECA und EuSEF Verordnungen,
- die Evaluierung eines etwaigen europäischen Regimes für Darlehensfonds,
- die Überarbeitung der Prospektrichtlinie,
- der Vorschlag für eine gemeinsame konsolidierte Körperschaftsteuer-Bemessungsgrundlage, die auch die steuerliche Behandlung von Fremdkapitalfinanzierungen und Eigenkapitalfinanzierungen angleichen soll,
- die Evaluierung der prudentiellen Behandlung von Private Equity und Private Debt unter Solvency II sowie
- die Einführung von STS-Verbriefungen.

Wir haben unsere Mitglieder bereits aufgerufen, uns ihre Anmerkungen und Vorschläge zu diesen Themen zukommen zu lassen, damit wir deren Interessen auch in diesem Zusammenhang bestmöglich vertreten können, auch wenn die politische Großwetterlage alles andere als sonnig ist. In wichtigen Teilsegmenten wie etwa der Überprüfung der Eigenmittelanforderungen für Private Equity unter Solvency II sehen wir aber dennoch gute Chancen, deutliche Verbesserungen ggü. dem Status Quo anstoßen zu können.

Der Vollständigkeit halber sei darauf hingewiesen, dass in dem Konsultationspapier die Überarbeitung der AIFM-Richtlinie nicht ausdrücklich erwähnt wird. Dennoch erwarten wir Mitte des Jahres eine erste Konsultation der EU-Kommission zu diesem Thema. Auch hier bereiten wir uns frühzeitig mit dem BAI Fachausschuss Fonds- und Marktregulierung vor. Gleichzeitig ist allerdings zu konstatieren, dass der sog. Drittstaaten-Pass, zu dem schon umfangreiche Vorarbeiten durch EU-Kommission und ESMA getätigt wurden, derzeit in der Warteschleife hängt.

Der Brexit lässt grüßen, leider!

Ob und in welcher Tiefe und Breite es also eine echte Kapitalmarktunion geben wird, ist ebenso ungewiss wie die Modalitäten des Brexit. Vor allem muss man sich auch immer vor Augen führen, dass gerade heute Europa wieder starken ökonomischen Spannungen ausgesetzt ist und zudem vor einer politischen Zerreißprobe steht, die im Ergebnis das übergeordnete europäische Integrationsziel gefährden können. Genau dies haben übrigens im Jahre 1991 62 Professoren vorhergesagt, als sie vor der überhasteten Einführung der Europäischen Währungsunion gewarnt haben! Man kann sich nur die Augen reiben, wenn man die Thesen aus dem Ersten Manifest gegen den Vertrag von Maastricht liest, die heute – genau 25 Jahre nach der Unterzeichnung der Vereinbarung zur Eurowährungsunion – leider bittere Wahrheit sind. Die Währungsunion, die die europäische Integration einen weiteren Meilenstein voranbringen sollte, droht diese aktuell mehrere Schritte zurückzuwerfen. Das Jahr 2017 wird noch manche Überraschung für uns bereithalten und man darf getrost davon ausgehen, dass die Wörter Euro-Krise, Niedrigzinsumfeld, Eurobonds weiterhin zum Vokabular des Jahres gehören werden. Die Kapitalanlage von institutionellen wie privaten Investoren wird also auch in diesem Jahr nicht in ein ruhigeres Fahrwasser kommen.

## 20 Jahre BAI

Wir hatten Sie bereits im letzten Newsletter darauf hingewiesen, dass der BAI in diesem Jahr sein 20-jähriges Bestehen feiert. Dieses Ereignis wollen wir natürlich auch mit unseren Mitgliedern feiern und wir freuen uns, Ihnen an dieser Stelle schon einmal ein paar Details vorstellen zu dürfen. Am Donnerstag, den 29. Juni 2017, laden wir zu einem Sommerfest in das Restaurant Druckwasserwerk in Frankfurt ein. Merken Sie sich also schon einmal diesen Termin vor. Über die Details und Anmeldemöglichkeiten haben wir Sie bereits unterrichtet.

## Zu den Beiträgen in diesem Newsletter

Wir hatten bereits angekündigt, dass die Ausgaben des BAI-Newsletters nunmehr jeweils einen Themenschwerpunkt haben, so dass sowohl die Themenvielfalt, aber auch der Informationsgehalt des Newsletters weiter erhöht werden.

Den Schwerpunkt dieser Newsletter-Ausgabe bildet das Thema Private Debt. Seit Jahren beschäftigen wir uns intensiv mit diesem Anlagesegment und haben es – vor allem auch auf der regulatorischen Seite – mitentwickelt: angefangen von der Änderung der Verwaltungspraxis zu Kreditfonds und deren gesetzliche Implementierung durch das OGAW-V-Umsetzungsgesetz nebst KAMaRisk, über unsere 6-teilige Webinarreihe rund um das Thema zu Private Debt und demnächst in unserem Workshop am 24. März. Nach der sehr erfolgreichen Webinar-Reihe zu diesem Thema wurde von vielen Teilnehmern der Wunsch an uns herangetragen, einen Präsenzworkshop zum Thema zu veranstalten. Über die Details und die Anmelde-möglichkeiten haben wir Sie bereits unterrichtet.

Für Branche und Investoren schaffen wir auch hier wieder einmal einen echten Mehrwert in einem wichtigen Segment des AI-Universums.

Zum Thema Private Debt finden Sie folgende Fachbeiträge in diesem Newsletter:

1. „Ein Blick auf die neue KAMaRisk – und ein besonderer Blick auf deren neue Regelungen für Kreditfonds“ von Michael Bommer, BAI e.V.
2. „Rendite und Risiko von Private Debt-Strategien“ von Dr. Matthias Unser, YIELCO Investments AG
3. „Chancen im dynamischen Umfeld mit Alternative Fixed Income“ von NN Investment Partners
4. „Private Debt – Wertvolle Finanzierungskapazität für mittelständische Unternehmen“ von Jürgen Breuer, Pemberton Asset Management GmbH
5. „US Real Estate Debt: Fixed-Income Alternative besichert durch Core-Immobilien“ von David Rückel, PIA Pontis Institutional Advisors, und Thomas Mattinson, Quadrant Real Estate Advisors

Außerdem enthält der Newsletter ein Interview mit Herrn Dr. Gunar Lietz, Leiter Kapitalanlagen der Pensionskasse Wacker Chemie VVaG, München, zu diesem Thema und schließlich – aus aktuellem Anlass – den Fachartikel „Spezialfonds nach der Investmentsteuerreform“ von Caroline Müller und Dr. Christian Prasse, Baumgartner & Partner.

Die weiteren Ausgaben des BAI Newsletters werden die

folgenden Themenschwerpunkte haben:

- Ausgabe II/2017 (April) „Digitalisierung&Fintech“
- Ausgabe III/2017 (Juni) „Liquid Alternatives“
- Ausgabe IV/2017 (August) „Private Equity“
- Ausgabe V/2017 (Oktober) „Infrastruktur“
- Ausgabe VI/2017 (Dezember) „Nachhaltigkeit“

Bei Interesse an der Platzierung eines Fachbeitrages in einem der kommenden Newsletter wenden Sie sich bitte an die Geschäftsstelle.

Eine interessante Lektüre wünscht

Frank Dornseifer



# Alternative Investor Conference

Workshop und Dinner für institutionelle Endinvestoren

## 23. & 24. Mai 2017 Kap Europa • Frankfurt



**Prof. Dr. Michael Hüther**  
Direktor und Mitglied des Präsidiums,  
Institut der deutschen Wirtschaft Köln



**Dr. Thomas Schäfer**  
Hessischer Minister der Finanzen



**Prof. Dr. Isabel Schnabel**  
Institut für Finanzmarktökonomie & Statistik,  
Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität  
Bonn, Mitglied des Sachverständigenrates

„Eine fachlich gute, hervorragend organisierte  
Branchenkonferenz mit ausgezeichneter Möglichkeit  
zum Gedanken- und Erfahrungsaustausch mit  
anderen institutionellen Investoren.“

Dr. Heiko Seeger, WPV



Mit einem Get-together Vortrag  
zum Thema „Mythos Stradivari“

### Dinnersponsor



### Goldspensoren



### Get-together Sponsor



### Lunchsponsor



### Silbersponsoren



### mit freundlicher Unterstützung von



### Medienpartner



Seit Beginn des Jahres 2017 hat der BAI bereits vier neue Mitglieder gewinnen können!

Wir freuen uns sehr, nun auch

- K&L Gates LLP
- Muzinich & Co. Ltd. Niederlassung Deutschland
- NN Investment Partners B.V. German Branch
- Talanx Asset Management GmbH

im Kreise des BAI willkommen zu heißen. Eine Übersicht über alle 164 BAI Mitglieder finden Sie [hier](#).

## K&L GATES

### K&L Gates LLP

K&L Gates LLP ist eine der führenden internationalen Wirtschaftssozietaeten. Die Kanzlei ist in den wichtigsten Regionen Europas, der USA, Asiens, Australiens, des Nahen Ostens und Südamerikas mit rund 2 000 Rechtsanwälten präsent und lokal bestens vernetzt. Die rund 80 Anwälte in Berlin, Frankfurt am Main und München beraten umfassend im nationalen und internationalen Wirtschaftsrecht.

Im Investment-Management beraten wir bei der Strukturierung von Investmentvermögen, Fragen der Fondsbesteuerung, Erstellung von Fondsverträgen, Fondsprospektierungen, Vertriebs- und Auslagerungsverträgen, Verfahren bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Fragen zur Prospekthaftung, im Versicherungs- und Bankaufsichtsrecht, beim Erwerb von Kreditportfolios und anderen Finanzdienstleistungstransaktionen.

## Muzinich & Co

### Muzinich & Co.

Muzinich & Co. wurde 1988 in New York von George Muzinich als unabhängiger Asset Manager für Corporate Credit gegründet. Der aktive Asset Manager für Unternehmensanleihen und -kredite greift auf über 25 Jahre Erfahrung im Management von High Yield Anleihen zurück. Neben Absolute Return Strategien umfasst das Produktspektrum von Muzinich & Co. – basierend auf einem Teamansatz und umsichtiger Risikokontrolle – Long High Yield-, Cross Over- und Short Duration-Strategien mit Ausrichtung auf die USA, Europa und die Emerging Markets in öffentlich-gehandelten Instrumenten. Darüber hinaus bietet Muzinich & Co. Anlagen in Private Debt Instrumenten an.

Beim Investmentansatz von Muzinich & Co. steht eine sorgfältige Bottom-Up Analyse aller potentiellen Unternehmen und Anlagen durch das Investment-Team im Mittelpunkt. Dieses Investment-Team setzt sich aus Portfoliomanagern, Analysten, Risikospezialisten und Händlern zusammen. Muzinich verfügt über eine fundierte und anerkannte Expertise für

Unternehmensanalysen und im Portfoliomanagement. Muzinich & Co. legt besonderen Wert auf Transparenz bei allen Anlageentscheidungen sowie eine umsichtige Risikokontrolle. Kapitalerhalt hat immer die höchste Priorität.

Weltweit verwaltet der institutionelle Asset Manager in verschiedenen Investmentvehikeln, u.a. in neun UCITS-Fonds, ein Kundenvermögen von 27,9 Milliarden US-Dollar (per 31. Dezember 2016). Muzinich beschäftigt in New York, London, Paris, Frankfurt, Zürich, Mailand, Madrid und Manchester insgesamt 152 Mitarbeiter, davon 71 im Investment-Team.



## NN Investment Partners B.V. German Branch

NN Investment Partners (NN IP) ist der Asset Manager der NN Group N.V., einer an der Börse (Euronext Amsterdam) gehandelten Aktiengesellschaft mit Hauptsitz in Den Haag, in den Niederlanden und verwaltet weltweit ca. Euro 199 Milliarden (USD 224 Mrd.) Assets under Management für institutionelle Kunden und Privatanleger (Stand: Q3 2016, 30. September 2016). NN IP beschäftigt über 1.100 Mitarbeiter und ist in 15 Ländern in Europa, Lateinamerika, Asien und dem Nahen Osten vertreten.

Die Geschichte des Asset-Management-Hauses begann im Jahr 1845 als niederländische Versicherungsgesellschaft und Bank. Heute bietet NN IP eine große Bandbreite an Produkten und Lösungen mit Fokus auf den Asset-Klassen Fixed Income, Alternative Fixed Income, Wandelanleihen, Multi-Asset, Aktien und Real Assets.

Als Pionier im Bereich nachhaltige Investments engagiert sich NN IP für die Integration von ESG-Faktoren (nach den englischen Begriffen „Environmental, Social, Governance“) in allen Anlageklassen.



## Talanx Asset Management GmbH

Die Talanx Asset Management GmbH ist verantwortlich für die Kapitalanlagen des Talanx-Konzerns.

Mit einem verwalteten Gesamtvermögen von rund 130,5 Mrd. EUR (inklusive Drittkundenvermögen) gehört die Gesellschaft zu einem der größten bankenunabhängigen Asset Manager in Deutschland.

Die Talanx Investment Gesellschaften investieren seit Jahren verstärkt auch in Alternatives wie Immobilien, Private Equity und Infrastruktur.



### **Nachträgliche Vorstellung:**

### **SUSI Partners**

SUSI Partners ist ein in 2009 von Dr. Tobias Reichmuth und Otto von Troschke in Zürich gegründeter Investment Manager mit Hauptsitz in Zug und Niederlassungen in Zürich, Frankfurt und Luxemburg. Mit langjähriger Erfahrung in nachhaltiger Energieinfrastruktur bietet SUSI Partners institutionellen Investoren attraktive Anlagemöglichkeiten in den Bereichen Erneuerbare Energie, Energieeffizienz und Energiespeicherung mit messbarer Nachhaltigkeit. SUSI verwaltet ein Anlagevolumen von nahezu 1 Milliarde Euro und baut auf die Erfahrung aus über vierzig erfolgreich abgeschlossenen Transaktionen in drei Fonds und ein kompetentes Team von dreißig Investmentmanagern aus ganz Europa. Vor kurzem hat das Unternehmen den weltweit ersten spezialisierten Energiespeicher-Fonds lanciert und eröffnet damit institutionellen Investoren den Zugang zum letzten wichtigen Baustein für die Umsetzung der Energiewende.

## von Michael Bommer, BAI e.V.

Die BaFin hat am 10. Januar 2017 das Rundschreiben 01/2017 (WA) – Mindestanforderungen an das Risikomanagement von Kapitalverwaltungsgesellschaften („KAMaRisk“) veröffentlicht. Bereits im Spätsommer hatte dazu ein Austausch mit den Fondsverbänden stattgefunden, am 8. November 2016 wurde die öffentliche Konsultation gestartet. Dieser Beitrag gibt einen Überblick auf die KAMaRisk, zeigt die wesentlichen Änderungen im Vergleich zur InvMaRisk auf und hat ein Augenmerk insbesondere auf den neu eingefügten Abschnitt 5 mit den „Besonderen Anforderungen an die Vergabe von Gelddarlehen und Investition in unverbriefte Darlehensforderungen“.

## Wesentliche Änderungen

Die KAMaRisk enthält im Vergleich zur alten Fassung der „Mindestanforderungen an das Risikomanagement für Investmentgesellschaften“ – Rundschreiben 5/2010 (WA) vom 30. Juni 2010 (InvMaRisk) folgende wesentliche Änderungen: Zum einen erfolgte mit dem Neuerlass und der Umbenennung der InvMaRisk in die KAMaRisk die längst überfällige Anpassung an die Vorschriften des Kapitalanlagegesetzbuchs (KAGB), das am 22. Juli 2013 in Kraft getreten war. Zum anderen wurde die KAMaRisk an die Vorgaben der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013 (AIFM Level 2-VO) angepasst. Daher wurden viele Regelungen, die inzwischen in der AIFM Level 2-VO enthalten sind, in der KAMaRisk gestrichen. Die Vorgaben der InvMaRisk wurden jedoch dann übernommen, soweit sie die Regelungen der AIFM Level 2-VO weiter konkretisieren. Zudem wurden in der KAMaRisk die Mindestanforderungen an das Risikomanagement von AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften (AIF-KVGen) festgelegt, die für Rechnung des AIF Gelddarlehen gewähren oder in unverbriefte Darlehensforderungen investieren (Abschnitt 5 der KAMaRisk). Diese Vorgaben basieren im Wesentlichen auf den Vorgaben zum Kreditgeschäft in den Mindestanforderungen für das Risikomanagement der Kreditinstitute (BA MaRisk) und wurden an die Besonderheiten der Darlehensvergabe/-investition im Rahmen der kollektiven Portfolioverwaltung angepasst.

## Historie der KAMaRisk und Einbettung in den Kontext übriger Regelungen

Die InvMaRisk stellen die Weiterentwicklung der qualitativen Finanzmarktaufsicht dar, die 1975 mit den Mindestanforderungen für bankinterne Kontrollmaßnahmen bei Devisengeschäften begann. In der Vergangenheit hatten die für Kreditinstitute geltenden Mindestanforderungen an das Risikomanagement (Rundschreiben 18/2005 (BA), Mindestanforderungen an das Risikomanagement – MaRisk) lediglich entsprechende Anwendung für die damaligen Kapitalanlagegesellschaften (KAGen) gefunden, insoweit nämlich, als dass die Regelungen für KAGen und Investmentaktiengesellschaften überhaupt von Relevanz waren. 2007 erfolgte eine Neufassung der MaRisk, in dem diese vor allem um Regelungen zum Outsourcing ergänzt wurden (Rundschreiben 5/2007 (BA)).

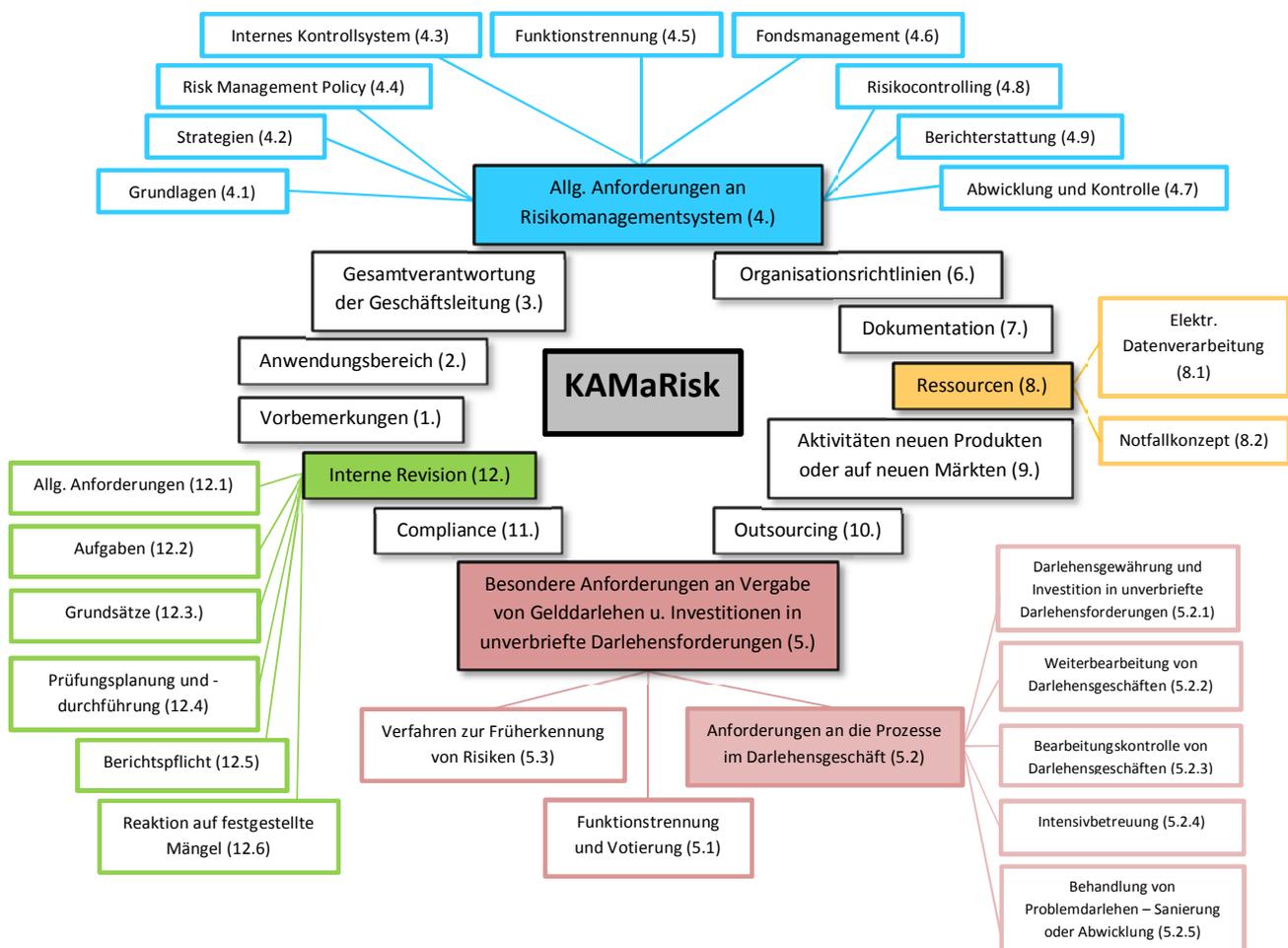
Mit dem Wegfall der Kreditinstitutseigenschaft von KAGen durch das Investmentänderungsgesetz im Dezember 2007 und dem daraus folgenden Wegfall der Anwendbarkeit des § 25a Kreditwesengesetz (KWG) war auch die MaRisk formal für KAGen nicht mehr anwendbar. Die BaFin hatte jedoch weiterhin die MaRisk aus dem Bankenbereich sinngemäß zur Auslegung der Organisationspflichten in § 9a Investmentgesetz (InvG) herangezogen. Um dem speziellen Geschäftsmodell von Investmentgesellschaften Rechnung zu tragen, entwarf die BaFin in der Folge – aufbauend auf den Regelungen der MaRisk im Bankenbereich – Mindestanforderungen an das Risikomanagement für Investmentgesellschaften. Neben spezifischen Anforderungen an das Risikomanagement konkretisierte das Rundschreiben unter anderem auch Anforderungen an die Auslagerung sowie die interne Revision. Die im Vergleich zum Bankwesen eigenständige Regelung bot den Vorteil, spezifische mit dem Investmentwesen einhergehende Risiken explizit adressieren zu können. Die InvMaRisk (Rundschreiben 5/2010 (WA)) traten am 30. Juni 2010 in Kraft.

§ 9a InvG stellte die eigenständige Generalklausel hinsichtlich der von KAGen und InvAGen zu erfüllenden Organisationspflichten dar; neben dem Gesetzestext konkretisierte die auf § 9a Abs. 2 InvG beruhende Investment-Verhaltens- und Organisationsverordnung (InvVerOV) – § 9a InvG wurde im Wesentlichen durch § 28 KAGB ersetzt, die InvVerOV durch

die Kapitalanlage-Verhaltens- und -Organisationsverordnung (KAVerOV) – sowie eben die InvMaRisk die Vorgaben von § 9a InvG. Neben InvG, InvVerOV und InvMaRisk bzw. KAGB, KAVerOV und KAMaRisk waren und sind weiterhin die Vorschriften der §§ 31-31b, § 31d und §§ 33-34a WpHG anwendbar (§ 5 Abs. 2 KAGB), soweit externe KVGen nämlich Dienst- und Nebendienstleistungen im Sinne des § 20 Ab. 2 Nr. 1 bis 3 und Abs. 3 Nr. 2 bis 5 KAGB erbringen. Die Anforderungen in BT 2, BT 3, BT 4, BT 6 und BT 8 des Rundschreibens 4/2010 (WA) – MaComp (vgl. AT 3,1 MaComp) finden auf KVGen Anwendung, soweit die entsprechenden Regelungen der §§ 31 ff. WpHG über § 5 Abs. 2 KAGB gelten. Dagegen finden die Anforderungen in AT 1 und BT 1 der MaComp keine Anwendung auf KVGen, da entsprechende Organisationspflichten ausreichend durch dieses Rundschreiben geregelt sind. Die Regelungen der Derivate-Verordnung (DerivateV), die unter anderem Regelungen zu Risiko-Messsystemen sowie Stress-

tests auf Fondsebene enthalten, sind von EU-Verwaltungsgesellschaften bei der Verwaltung eines inländischen OGAW ebenfalls zu beachten, § 52 Abs. 5 i.V.m. § 197 Abs. 3 KAGB.

Die Organisationspflichten, die Anforderungen an das Risikomanagement und die Anforderungen an die Auslagerung durch KVGen sind in den §§ 28, 29, 30 und 36 KAGB geregelt und werden in den §§ 4 bis 6 KAVerOV sowie in den Artikeln 38 bis 66 sowie 75 bis 82 der AIFM Level 2-VO näher bestimmt. Da die Regelungen der AIFM Level 2-VO unmittelbar gelten, bestimmen sich die Vorgaben für die Organisationspflichten, das Risikomanagement und die Auslagerung in erster Linie nach den einschlägigen Artikeln dieser Verordnung. Die KAMaRisk konkretisiert Teile dieser Regelungen und ist daher erst in zweiter Linie zur Bestimmung der Mindestanforderungen an das Risikomanagement von Kapitalverwaltungsgesellschaften heranzuziehen.



Graphik zur Veranschaulichung der Module der KAMaRisk (eigene Darstellung Chris Burchardt/Michael Bommer, BAI)

Die vorstehende Graphik gibt einen Überblick auf die Module und Untermodule der neuen KAMaRisk.

## Anwendungsbereich

Die Anforderungen der KAMaRisk sind von allen KVGn im Sinne von § 17 KAGB zu beachten. Zudem sind die in Abschnitt 3 bis 5 sowie in Abschnitt 7 festgelegten Anforderungen (Gesamtverantwortung der Geschäftsleitung, Allgemeine Anforderungen an das Risikomanagement, Besondere Anforderungen an die Vergabe von Darlehen und Investition in unverbriefte Darlehensforderungen und Dokumentationspflichten) auch von sog. „kleinen“ AIFM, mithin den registrierungspflichtigen AIF-KVGn nach § 2 Abs. 4 und 5 KAGB zu beachten. Dies folgt daraus, dass diese „AIFM light“ nach § 2 Abs. 4 Nr. 4 und Abs. 5 Nr. 8 KAGB im Hinblick auf eine Vergabe von Gelddarlehen nach § 285 Abs. 2 KAGB die Regelungen des § 29 Abs. 1, 2, 5 und 5a KAGB und § 30 Abs. 1 bis 4 anzuwenden haben und die Vorgaben im Abschnitt 3 bis 5 der KAMaRisk diese KAGB-Regelungen konkretisieren. Damit die Einhaltung dieser Anforderungen überprüft werden kann, haben kleine AIFM nach § 2 Abs. 4 Nr. 4 KAGB auch die Dokumentationspflichten in Abschnitt 7 einzuhalten. Darüber hinaus haben AIFM light nach § 2 Abs. 5 KAGB mit Ausnahme des Abschnittes 10 (Outsourcing) auch die übrigen Anforderungen der KAMaRisk zu beachten. Dies folgt aus § 2 Abs. 5 Nr. 3 KAGB, wonach die allgemeinen Verhaltensregeln, die Interessenkonfliktregelungen sowie die allgemeinen Organisationspflichten nach den §§ 26 bis 28 KAGB auf registrierungspflichtige AIF-KVGn nach § 2 Abs. 5 KAGB Anwendung finden. Die Anforderungen des Rundschreibens gelten auch für die Zweigniederlassungen deutscher Gesellschaften im Ausland. Auf Zweigniederlassungen von EU-Verwaltungsgesellschaften nach § 51 und § 54 KAGB finden die Anforderungen dieses Rundschreibens grundsätzlich keine Anwendung, mit Ausnahme der Regelungen der vorerwähnten DerivateV.

## Prinzip der doppelten Proportionalität

Die KAMaRisk ist prinzipienorientiert (*principles-based, not rules-based*) konzipiert und damit zugleich dem Grundsatz der Proportionalität verpflichtet. Es bleibt den KVGn überlassen, im Rahmen der einzuhaltenden Mindestanfor-

derungen zu entscheiden, welche konkrete Ausgestaltung des Risikomanagementsystems für sie auf Grund der Art, Umfang, Komplexität und Risikogehalt ihrer Aktivitäten und der verwalteten Investmentvermögen angemessen ist. Es gilt dabei das Prinzip der sog. doppelten Proportionalität: Sowohl die allgemeinen regulatorischen Anforderungen als auch die Intensität der operativen Aufsicht müssen in einem ausgewogenen, eben proportionalen Verhältnis zur Größe, Geschäftstätigkeit und dem Risikoprofil der jeweiligen KVG stehen. Das Proportionalitätsprinzip ist auch Ausfluss des verfassungsrechtlichen Grundsatzes der Verhältnismäßigkeit des Verwaltungshandelns, an welches die BaFin von Rechts wegen gebunden ist. Zudem trägt das Rundschreiben der heterogenen Struktur von KVGn auch durch zahlreiche Öffnungsklauseln Rechnung, die insbesondere kleineren KVGn eine vereinfachte Umsetzung ermöglicht. Das Rundschreiben ist gegenüber der laufenden Fortentwicklung der Prozesse und Verfahren im Risikomanagement offen, soweit diese im Einklang mit den Zielen des Rundschreibens stehen. Die BaFin ist dabei offen für einen fortlaufenden Dialog mit der Praxis (1.2; Ziffern in Klammern beziehen sich nachfolgend auf die jeweiligen Ziffern bzw. (Unter-)Module der KAMaRisk).

## Zentrale Risikomanagementregelungen der KAMaRisk

### Gesamtverantwortung der Geschäftsleiter

Die Geschäftsleiter, also diejenigen natürlichen Personen, die nach Gesetz, Satzung oder Gesellschaftsvertrag zur Geschäftsführung und Vertretung einer KVG berufen sind bzw. die KVG tatsächlich leiten, tragen nach Abschnitt 3 KAMaRisk die Gesamtverantwortung für die ordnungsgemäße Geschäftsorganisation und damit auch für das Risikomanagement (3.). Risiken müssen erfasst, gemessen, gesteuert, überwacht und kommuniziert (4.1.2) werden, ein Risikofrüherkennungssystem ist zu implementieren (4.3.9). Die Geschäftsleiter haben Risikolimits für jedes verwaltete Investmentvermögen zu setzen und einzuhalten, selbst wenn die Risikocontrolling-Funktion von einem Dritten ausgeübt wird (Art. 60 Abs. 2 e) AIFM-Level 2-VO; 3.1).

## Geschäfts- und Risikostrategie

Basis für das Risikomanagement ist die Geschäfts- und Risikostrategie (4.2.1); diese sind mit dem Aufsichtsgremium zu erörtern, (ggf. in Teilstrategien unterteilt) zu dokumentieren (4.2.3) und innerhalb der Gesellschaft zu kommunizieren (4.2.4). Auf ein Investmentvermögen wirken Finanzrisiken wie Adressenausfall-, Marktpreis- und Liquiditätsrisiken unmittelbar, die KVG ist überdies operationellen Risiken wie Rechts- und Reputationsrisiken ausgesetzt (4.1.3). Im Risikomanagementkreislauf sind auch die Wechselwirkungen zwischen den verschiedenen Risiken und etwaige Risikokonzentrationen zu berücksichtigen, ebenso wie die wechselseitigen Wirkungen zwischen den Risiken der KVG und denjenigen der verwalteten Investmentvermögen. Gefordert wird von der KAMaRisk also ein ganzheitliches Risikomanagementsystem, das alle (auch potentiellen) wesentlichen Risiken – auch aus ausgelagerten Aufgaben und Risiken aus der Verwahrung von Wertpapieren – erfasst. Die Risikomanagementtechniken müssen *state of the art* sein. Das Gesamtrisikoprofil der KVG, das vom Risikoprofil des Investmentvermögens wie von Ertrags- und Reputationsrisiken der KVG selbst abhängt (4.1.3), muss vierteljährlich dem Risikodeckungspotential der KVG gegenübergestellt werden (4.3.8).

## Risikocontrolling

Zum Risikocontrolling finden sich zahlreiche Bestimmungen bereits in der AIFM-Level 2-VO, in § 29 KAGB sowie in der KAVerOV. Die KAMaRisk konkretisieren und detaillieren diese Bestimmungen in Abschnitt 4.8 weiter aus. Das Aufgabenspektrum des Risikocontrollings umfasst die Implementierung einer *Risk Management Policy* und eines Liquiditätsmanagementprozesses. Risiken sind unter Berücksichtigung von Interdependenzen und Risikokonzentrationen zu ermitteln und vor Anlageentscheidungen mit wesentlichen Auswirkungen auf das Risikoprofil eines Investmentvermögens einzubeziehen. Der Bewertungsprozess von komplexen und illiquiden Vermögenswerten (siehe dazu gleich nachfolgend) soll unterstützt werden. Regelmäßig sind Stresstests durchzuführen (4.8.6).

## Neue Produkte oder Märkte

Die KAMaRisk konkretisieren ebenfalls die Vorgaben für Aktivitäten in neuen Produkten oder auf neuen Märkten (9). Die KVG muss die von ihr betriebenen Geschäftsaktivitäten verstehen und vor Aufnahme von neuen (einschließlich neuer

Vertriebswege) vorab ein Konzept ausarbeiten. Auswirkungen auf das Investmentvermögen wie die KVG sind dabei zu berücksichtigen (9.1). Auch bei der Investition in neue Produkte hat die KVG ausreichende Kenntnisse zu gewährleisten und schriftliche Grundsätze und Verfahren festzulegen, damit Anlageentscheidungen mit den Zielen, der Anlagestrategie und ggf. den Risikolimits der Investmentvermögen übereinstimmen. Besondere Due-Diligence-Anforderungen gelten bei der Investition in eingeschränkt liquide Vermögenswerte (Art. 18 AIFM-Level 2-VO; 9.2). Für komplexe Produkte wie Produkte mit eingebetteten Derivaten, mit komplexer Struktur, komplexen Bewertungsverfahren (bspw. Verbriefungsstrukturen) sind die Anforderungen entsprechend höher (9.4) oder gelten, wie bei Sachwertinvestitionen, besondere Vorgaben (Art. 19 AIFM-Level 2-VO; 9.4). Eine Due Diligence ist ebenfalls beim Erwerb von Dach-Hedgefonds zu machen; gemäß der KAMaRisk ist dabei insbesondere zu berücksichtigen, inwieweit die Zielfonds mit gesetzlichen und vertraglichen Regelungen übereinstimmen, ob die Anlagestrategie der Zielfonds mit dem Risikoprofil des Dach-Hedgefonds konsistent ist, wie die Vermögensgegenstände des Zielfonds verwahrt werden, wie die Zielfonds bewertet werden und wie deren Manager qualifiziert sind, sowie ob Organisation und Risikomanagement der Zielfondsmanager angemessen sind und Interessenkonflikte bestehen (9.5).

## Vergabe von Gelddarlehen und Investition in unverbriefte Darlehensforderungen

### Junge Assetklasse „Private Debt“ in Deutschland erfordert Anpassung der KAMaRisk

In Deutschland ist die Assetklasse Private Debt im Vergleich zu anderen EU-Mitgliedstaaten, insbesondere aber im Vergleich zum US-amerikanischen Markt, relativ jung. Erst eine Verwaltungspraxisänderung der BaFin im Mai 2015 ermöglichte die Auflage von Kreditfonds, welche Gelddarlehen entweder direkt vergeben dürfen (*direct lending*) oder, sofern sie in unverbriefte Darlehensforderungen investiert sind, etwaige notleidende Darlehen restrukturieren und prolongieren dürfen, ohne in den Anwendungsbereich des Kreditwesengesetzes zu fallen und einer Banklizenz zu bedürfen. Regelungen zu Kreditfonds wurden in der Folge auch im KAGB und in anderen aufsichtsrechtlichen Erlassen

implementiert. Für die besonderen (Mindest-)Anforderungen an das Risikomanagement von Kreditfonds wurde ein ganz neuer Abschnitt 5 in die KAMaRisk aufgenommen; einzig die Vergabe von Gesellschafterdarlehen sind von Modul 5 ausgenommen (§ 29 Abs. 5a Satz 2 KAGB; 2.4). Die KAMaRisk orientiert sich in diesem Abschnitt am Lebenszyklus einer Darlehensvergabe bzw. eines Investments in Darlehen, vom ursprünglichen Erwerb, dem eigentlichen Management von Darlehen (inklusive einer etwaigen „Intensivstation“ und der Sanierung oder Abwicklung von Problemdarlehen) bis zur Implementierung eines Frühwarnsystems für Risiken.

## Funktionstrennung

Die BaFin unterscheidet in der KAMaRisk folgende Bereiche und Funktionen (4.3.2):

- den Bereich, der Anlageentscheidungen trifft (Entscheidungen über Erwerb und Verkauf von Vermögensgegenständen wie Entscheidungen über die Vergabe von Darlehen für Rechnung des AIF), der als „Fondsmanagement“ definiert wird;
- den Bereich, der bei den Entscheidungen über die Darlehensvergabe und Investition in unverbriefte Darlehensforderungen über ein weiteres, zweites Votum nach demjenigen des Fondsmanagements verfügt und kontrolliert, ob die Darlehensentscheidung aus Risikogesichtspunkten für die KVG tragbar ist, und der als „Marktfolge“ definiert wird, sowie
- die Risikocontrolling-Funktion.

Die Vergabe von Darlehen sowie die Investition in unverbriefte Darlehensforderungen definiert die BaFin insgesamt als „Darlehensgeschäft“ (5.1 Tz. 1).

Nach § 29 Abs. 5a Satz 1 KAGB haben KVGs, die für AIF Gelddarlehen vergeben oder in unverbriefte Darlehensforderungen investieren, über eine diesen Geschäften und deren Umfang angemessene Aufbau- und Ablauforganisation zu verfügen, die insbesondere Prozesse für die Kreditbearbeitung, die Kreditbearbeitungskontrolle und die Behandlung von Problemkrediten sowie Verfahren zur Früherkennung von Risiken vorsieht (5.1).

Jede KVG hat nach Abschnitt 4.5.3 grundsätzlich sicherzustellen, dass bei der Ausgestaltung dieser kreditfondsspezifischen Aufbau- und Ablauforganisation der Bereich Fondsmanage-

ment (bis einschließlich Geschäftsleiter-Ebene) einerseits vom Bereich Marktfolge sowie der Risikocontrolling-Funktion andererseits sowie den Bereichen Prüfung der Werthaltigkeit von risikorelevanten Sicherheiten, Prozesse für die Darlehensbearbeitung, -kontrolle, Intensivbetreuung und Behandlung von Problemdarlehen getrennt ist (4.3.3 mit Verweis auf 5.1. Tz. 5, 5.2. Tz. 1, 5.2.4. Tz. 1 und 5.2.5. Tz. 1).

## Proportionalität – Erleichterungen

Getreu dem Grundsatz der Proportionalität sieht die KAMaRisk für diverse Bereiche Erleichterungen und Öffnungsklauseln vor.

- Bei der Vergabe von Gesellschafterdarlehen gelten für AIF-KVGs die Anforderungen nach § 29 Abs. 5a Satz 1 KAGB nicht (vgl. § 29 Abs. 5a Satz 2, § 2 Abs. 4 Satz 1 Nr. 4 und Abs. 5 N. 8 KAGB); damit gilt Modul 5 KAMaRisk dafür ebenfalls nicht.
- Bei der Vergabe von Gelddarlehen an Mutter-, Tochter- und Schwesterunternehmen für eigene Rechnung sind nur die Anforderungen an das interne Kontrollsystem (4.3) zu beachten, die Einhaltung der Vorschriften in Modul 5 liegt im Übrigen im eigenen Ermessen der KVG.
- Macht bei einer KVG die Kreditfondstätigkeit für Rechnung eines AIF nur einen geringen Teil der Tätigkeit des jeweiligen AIF aus, sind geringere Anforderungen zu stellen als für reine Kreditfonds (5 Tz. 5).
- Erleichterungen gelten für sog. kleine AIF-KVGs; auf die eigentlich verlangte Funktionstrennung in Fondsmanagement und fondsmanagementunabhängige Funktionen kann verzichtet werden, wenn ein Festhalten daran angesichts der geringen Größe der KVG nicht mehr verhältnismäßig ist und dabei trotzdem eine angemessene Handhabung des Darlehensgeschäfts sichergestellt ist (5.1 Tz. 1).
- Für nicht-risikorelevante Darlehensgeschäfte kann die KVG bestimmen, dass nur ein Votum erforderlich ist (5.1 Tz. 3).
- Werden Darlehensgeschäfte von Dritten initiiert (bspw. Konsortialgeschäfte oder die Abtretung von Darlehensforderungen durch ein Kreditinstitut), so resultieren unter gewissen Voraussetzungen Erleichterungen für die KVG. Der Grund liegt darin, dass in diesen Konstellationen die Kreditwürdigkeit eines Darlehensnehmers bereits zuvor von kompetenter Seite (dem Konsortialführer oder dem ursprünglich darlehensgewährenden Institut) geprüft

wurde und Drittiniziator oder Zedent ihrerseits die Vorgaben zur Funktionstrennung und (Zweit-)Votierung einhalten (5.1 Tz. 3). Erleichterungen sehen die KAMaRisk bei der Erstellung von Wertgutachten (5.1 Tz. 5), den Anforderungen an die Prozesse im Darlehensgeschäft (5.2 Tz. 2), der Darlehensgewährung als Kern der Kreditfondstätigkeit mit Beurteilung der Kapitaldienstfähigkeit, Kreditwürdigkeitsprüfung, Risikoeinstufung und -klassifizierung, Überprüfung der Werthaltigkeit von Sicherheiten (5.2.1 Tz. 2 und 3), der Weiterbearbeitung von Darlehensgeschäften wie der Überprüfung der Einhaltung der vertraglichen Vereinbarungen durch den Darlehensnehmer (5.2.2 Tz. 2) oder den Ausnahmen von der Intensivbetreuung und Problemdarlehensbearbeitung (5.2.4 Tz. 1) vor.

## Fazit

Die eingangs skizzierte Historie der KAMaRisk und der Vorgängerversion InvMaRisk hat gezeigt, dass die Mindestanforderungen an das Risikomanagement von Kapitalverwaltungsgesellschaften weitgehend den MaRisk (BA) entstammen und *mutatis mutandis* auf das Versicherungswesen (MaRisk (VA) vom 22. Januar 2009, aufgehoben am 1. Januar 2016) und das Investmentgeschäft übertragen wurden. Auch der eher künstliche und unklare Begriff „Marktfolge“ entstammt der MaRisk (BA). Die Zielsetzungen des Risikomanagements sind jeweils dieselben: Schutz der Banken und ihrer Kunden, der Versicherungsunternehmen und ihrer Versicherten, der KVGen und der Anleger in deren Fonds. Ein gewisser Gleichlauf aufsichtsrechtlicher Anforderungen an das Risikomanagement erleichtert gewiss auch die Implementierung von Softwarelösungen für das Compliance Management, die Überprüfung der Anforderungen durch Wirtschaftsprüfer und die Ausübung der Aufsicht durch die BaFin. Die von der BaFin gewählte Vorgehensweise, sich teilweise bei den Spezialregelungen in der KAMaRisk für Investmentvermögen, die das Darlehensgeschäft betreiben, an einschlägigen Regeln für die Kreditvergabe von Banken in der MaRisk (BA) zu orientieren, ist im Grundsatz nachvollziehbar. Dennoch: Hinsichtlich der Kapitalanlage unterscheiden sich das Bankwesen und die Versicherungswirtschaft stark, und ist die Kapitalanlage durch (Kredit-)Fonds derjenigen von Versicherern weit ähnlicher als derjenigen durch Banken. Die zugrundeliegenden Geschäftsmodelle für Einlagenkreditinstitute und Kreditfonds sind grundverschieden, wie nachfolgende Kriterien zeigen:

Bei einem Einlagenkreditinstitut legt eine Vielzahl von (Klein-)Anlegern Geld an, und nutzt die Bank die kurzfristigen Einlagen der Sparer für die Vergabe von langfristigen Krediten – es herrscht also Fristenkongruenz. Die Einlagengewährung erfolgt ohne Zweckbestimmung, und Banken arbeiten in der Regel mit hohem Fremdkapitaleinsatz. Es gibt, wenn überhaupt, nur einen geringen Interessengleichlauf *alignment of interests* und überhaupt keine Verknüpfung von Einlage und Kreditvergabe, auch nicht personell innerhalb der Bank.

Demgegenüber investieren in Kreditfonds nur professionelle Anleger in überschaubarer Zahl, die langfristig Eigenkapital bereitstellen für den Erwerb bzw. die Vergabe von Krediten – es herrscht also Fristenkongruenz. Die Kapitalbereitstellung erfolgt durch Investoren unter ausdrücklicher Zweckbestimmung, für diese ist ein Darlehen ein Asset wie andere auch. Gearbeitet wird bei Kreditfonds in der Regel mit keinem bzw. nur beschränktem Fremdkapitaleinsatz, und es besteht ein überaus starker Interessengleichlauf von Anlegern und dem Fondsmanagement: Das *alignment of interests* ist ein zwingendes Erfordernis der AIFM-Richtlinie und deren Vergütungsregeln bzw. resultiert daraus.

Notleidende Kredite in Bankbilanzen haben weit gravierendere Folgen als in Kreditfonds: Sie bringen beinahe unmittelbar hohe Abschreibungen und damit ggf. eine Kernschmelze des Eigenkapitals mit sich, schlimmstenfalls droht ein *bank run* und ein Übergreifen auf andere Institute, wie die Finanzmarktkrise gezeigt hat. „It's the liquidity, stupid“ heißt deshalb ein Hauptmotiv von Risikomanagement im Bankbereich. Kreditfonds, aber auch Hedgefonds oder Private Equity Funds betreiben den Umgang mit *distressed debt* teils sogar als eigentliches Geschäftsmodell: Meist gelingt es, durch geschickte Restrukturierung von notleidenden Darlehen in einem Portfolio über einen längeren Zeitraum die ausfallgefährdeten Kredite nicht mehr notleidend zu machen und dergestalt sogar ansprechende Renditen zu erzielen. Dies ist möglich, weil ein massiver Mittelabzug („run“ auf Fonds) wie in einer Bank in Kreditfonds des geschlossenen Typs nach deutschem Investmentrecht gar nicht möglich ist.

Diesen ganz grundlegenden Aspekten wird in der KAMaRisk gesamthaft zu wenig Rechnung getragen; der Grundsatz „*same business, same rules*“ hat nach wie vor seine Richtigkeit, doch handelt es sich beim Bankgeschäft eben um ein vom

Kreditfondsgeschäft durchaus verschiedenes Business.

Die Regelungen von Abschnitt 5 der KAMaRisk zum Darlehensgeschäft sind nach Abschnitt 1 Tz. 4 in einer Übergangsfrist von neun Monaten seit Veröffentlichung des Rundschreibens auf der BaFin-Homepage (10. Januar 2017) umzusetzen, also bis 10. Oktober 2017.

## Kontakt



*Michael Bommer  
Rechtsanwalt (CH)*

*Referent Recht & Policy  
Bundesverband Alternative  
Investments e.V. (BAI)  
+49 228 96987-51  
bommer@bvai.de*

## Impressum

Jahrgang 17 – Ausgabe I

### Verantwortliche Redakteure:

Michael Bommer  
Roland Brooks  
Frank Dornseifer  
Christina Gaul  
Volker Gillhaus

### 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)

von Dr. Matthias Unser, YIELCO Investments AG

## Private Debt als Portfoliobaustein

Die inzwischen bereits seit einigen Jahren anhaltende Niedrigzinsphase führt immer mehr zur Suche nach alternativen Anlageformen, die ein mit Zinsinstrumenten vergleichbares Cashflow-Profil aufweisen und bei überschaubarem Risiko einen signifikanten Beitrag zur Erzielung der Zielrendite liefern. Dabei wenden sich institutionelle Investoren vermehrt auch Alternativen Investments zu, um diese Ziele zu erreichen, wobei die Illiquidität der meisten Alternativen für die Mehrheit der Investoren keine Hürde darstellt, sondern vielmehr eine weitere Ertragsquelle erschließt. Neben Private Equity und Infrastruktur hat in der jüngeren Vergangenheit vor allem die Assetklasse Private Debt vermehrtes Interesse bei Investoren gefunden. In diesem Beitrag wird nach einem Marktüberblick über die verschiedenen Private Debt-Strategien vor allem auf deren jeweiliges Rendite-Risiko-Profil eingegangen. Je nach individueller Risikopräferenz des Investors ergibt sich eine unterschiedliche Beurteilung des Beitrags der einzelnen Varianten von Private Debt zur Erreichung der gesetzten Ziele.

Häufig finanzieren institutionelle Investoren im Rahmen der Alternativen Investments bereits seit mehreren Jahren erfolgreich Unternehmen in Form von Eigenkapital innerhalb der Private Equity-Quote. Als erweiterten Portfoliobaustein bieten sich Investitionen in Private Debt vor allem aufgrund des komplementären Charakters zu Private Equity an. Im Vergleich zu dieser Anlageform, die deutlich höhere Risikoprämien ermöglicht, zeichnet sich Private Debt durch folgende positiven Merkmale aus:

- Höhere Besicherungsqualität der Investitionen
- Frühzeitige Rückflüsse aus vertraglichen Zinsansprüchen
- Kürzere Haltedauer der Investitionen
- Vertraglich gesicherte Rückzahlung, keine Abhängigkeit von Exitmärkten
- Geringere Volatilität der Renditen
- Geringere Korrelation anderen Assetklassen sowie zum gesamtwirtschaftlichen Umfeld

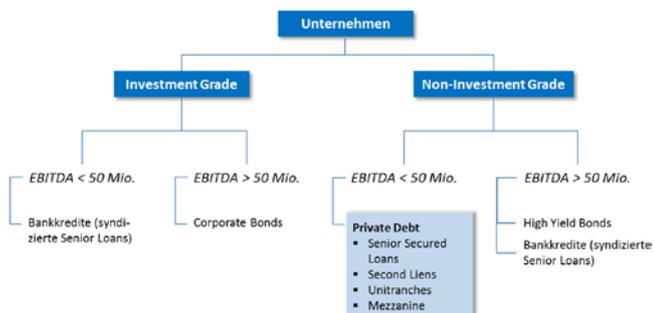
Im internationalen Vergleich haben institutionelle Investoren

bereits in den vergangenen Jahren signifikante Volumina im Bereich Private Debt allokiert. Generell lässt sich festhalten, dass sich rd. 50% der Marktteilnehmer noch in der Startphase des Portfolioaufbaus befinden und durchschnittliche Zielallokationen von rd. 3% ansteuern. Nachstehende Grafik gibt einen Überblick über die aktuellen Allokationsquoten europäischer institutioneller Investoren für Private Debt.

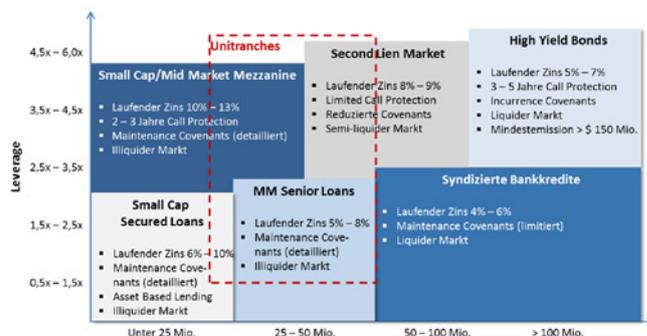
Europäische Investoren mit eigener PD-Quote	Aktuelle PD-Quote
35%	<1%
26%	1% - 3%
6%	3% - 5%
10%	5% - 7%
3%	7% - 10%
20%	>10%

*Grafik 1: Anteil von Private Debt im Portfolio europäischer Investoren Quelle: YIELCO Investments AG, 2017*

Die nachfolgende Grafik zeigt die möglichen Fremdfinanzierungsformen, die Unternehmen in Abhängigkeit von ihrer Größe und Bonität zur Verfügung stehen. Private Debt wird primär von kleinen und mittelgroßen Unternehmen mit einem operativen Ergebnis von bis zu 50 Mio. EUR/USD verwendet, wenn auch zuletzt vereinzelt größere Unternehmen finanziert wurden. Je nach Seniorität der Kredite lassen sich innerhalb des Privat Debt-Segments erstrangig besicherte Kredite wie Senior Secured Loans und Unitranches sowie nachrangige Kredite wie Second Liens und Mezzanine-Kredite unterscheiden. Diese werden im Folgenden näher analysiert.



Grafik 2: Fremdkapitalquellen für Unternehmen  
Quelle: YIELCO Investments AG, 2017



Grafik 3: Private Debt Strategien  
Quelle: YIELCO Investments AG, 2017

## Charakteristika von Private Debt und Marktstrukturen

### Definition von Private Debt (Senior Loans, Unitranche, Mezzanine)

Der Begriff Private Debt umschreibt die Bereitstellung von Fremdkapital an Unternehmen ohne Einschaltung der Kapitalmärkte. Unterschieden wird dabei weiter, ob Transaktionen durch Banken oder Nicht-Banken (institutionelle Investoren und Kreditfonds) durchgeführt werden. Sofern Kredite an Mittelstandsunternehmen vergeben werden und nicht über Banken syndiziert werden, spricht man auch von „Direct Lending“. Der überwiegende Teil der Kredite wird heute zur Finanzierung von Private Equity- und M&A-Transaktionen verwendet. Sofern die Transaktionen dabei im Zusammenhang mit einem Buyout stehen, bezeichnet man diese auch als „Sponsored Deals“. Ansonsten spricht man von „Non-Sponsored Deals“, die vor allem Wachstumsfinanzierungen, Akquisitionsfinanzierungen und Rekapitalisierungen betreffen.

Die in Grafik 2 erwähnten Fremdfinanzierungsalternativen für Unternehmen im Segment Non-Investment Grade lassen sich weiter differenzieren, wie die nachstehende Grafik verdeutlicht.

Die Definition der verschiedenen Private Debt-Strategien orientiert sich generell an ihrer Haftungs- und Befriedigungsreihenfolge im Vergleich zu anderen von Unternehmen eingesetzten Finanzierungsstrukturen. Finanzierungen, die im Falle einer Insolvenz vorrangig vor allen anderen Gläubigern befriedigt werden, nennt man „Senior Loans“. Finanzierungen, welche im Falle einer Insolvenz nachrangig zu den Senior Loans, aber vorrangig zu den Eigenkapitalgebern bedient werden, werden als „Junior oder Mezzanine Loans“ bezeichnet. „Unitranches“ sind Finanzierungsstrukturen, die den gesamten Fremdkapitalbedarf eines Unternehmens abdecken und wirtschaftlich gleichzeitig eine Senior und eine Junior Loan Komponente enthalten. Sowohl für den Finanzierungsgeber als auch für den Finanzierungsnehmer haben solche Strukturen oftmals einen Größen- und Effizienzvorteil, da höhere Transaktionsvolumina mit weniger Parteien umgesetzt werden können. Innerhalb einer Rendite-/Risikobetrachtung steigen Renditen und Risiken, je näher die gesamte Finanzierungsstruktur an eine Eigenkapitalposition rückt.

Senior Secured Loans werden in der Regel an Unternehmen mit einem Verschuldungsgrad (gemessen als Vielfaches des EBITDA) von bis zu 3,5x vergeben. Höhere Verschuldungsgrade sind mit Mezzaninekrediten und Second Liens erreichbar, wobei diese Finanzierungen neben Zinsansprüchen teilweise auch Ertragskomponenten enthalten, die an den unternehmerischen Erfolg gekoppelt sind. Hieraus resultiert ein stärkerer Eigenkapitalcharakter und höheres Risiko dieser Finanzierungsinstrumente. Eine Mischform bilden Unitranche-Finanzierungen, die rechtlich erstrangig besicherte Kredite darstellen, aber aufgrund des bereitgestellten

Leverage, der bis zu 6x EBITDA reichen kann, hinsichtlich des ökonomischen Risikos auch den Bereich von Nachrangfinanzierungen abdeckt.

## Marktentwicklung der Assetklasse Private Debt

Der Ursprung für Direktfinanzierungen durch private Kapitalgeber (Private Lending) ist Mitte der 1970er Jahre des vergangenen Jahrhunderts in den USA zu finden. Insbesondere Versicherungsgesellschaften stellten Unternehmen direkt Senior- und Mezzanine-Finanzierungen zur Verfügung und erarbeiteten sich sukzessive immer größere Marktanteile. Bereits vor der Finanzkrise waren in den USA Nicht-Banken die dominierende Quelle für Leveraged Finance-Finanzierungen. In Europa sind Banken bis heute für die Unternehmensfinanzierung die wichtigsten Kreditgeber, vor allem im Buyoutsegment hat sich das aber inzwischen geändert, wobei der entscheidende Faktor die Finanzkrise sowie die in der Nachfolge verschärften regulatorischen Anforderungen an Banken waren. Die nachstehende Grafik vergleicht die Marktanteile von Banken und Nicht-Banken im Markt für Leveraged Loans (d. h. Kredite, die für die Finanzierung von Private Equity-Transaktionen eingesetzt werden) in den USA und Europa im Zeitverlauf.



*Grafik 4: Marktstruktur der Fremdkapitalgeber  
Quelle: S&P LCD Global Loan Review, 2016*

## Rendite und Risiko einzelner Strategien

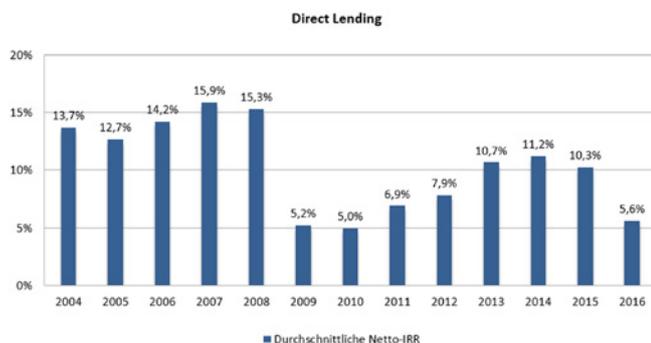
### Historische Renditen für Private Debt

Wie bereits zuvor erörtert, orientieren sich die einzelnen Risiko-/Renditeprofile von Private Debt Finanzierungen stark an ihrer Rechtsposition innerhalb der Finanzierungsstruktur eines Unternehmens. Jeder Investor muss eine individuelle Entscheidung treffen, welches Rendite-/Risikoprofil er mit

einer Investition in Private Debt erreichen will. Davon hängt dann die Allokation seines Private Debt-Portfolios ab. Letztlich ist dabei eine Abwägung zwischen der erwarteten Mindestrendite und dem hierfür einzugehenden Risiko zu treffen. Aufgrund des noch sehr jungen Alters der Assetklasse Private Debt sowie ihres illiquiden Charakters sind empirische Renditezeitreihen nur sehr eingeschränkt verfügbar. Daher ist es wenig sinnvoll, finanzwirtschaftliche Modelle zur Portfoliooptimierung einzusetzen, um die für einen Investor optimale Portfoliozusammensetzung zu finden. Als praktikable Alternative bietet es sich an, von der zu erreichenden Mindestrendite des Investors auszugehen und dann innerhalb der Assetklasse Private Debt diejenige Umsetzungsstrategie auszuwählen, die mit dem geringsten Risiko das Erreichen des Renditeziels ermöglicht. Dabei sind weiterhin die spezifischen Cashflow-Verläufe der verschiedenen Strategien zu berücksichtigen. So beinhalten Mezzanine-Finanzierungen sowie teilweise Unitranche-Finanzierungen eine endfällige Zinskomponente, die erst mit Rückzahlung des Kredits an den Kreditgeber gezahlt wird (sog. Payment-in-kind-Zins). Obwohl also buchhalterisch bereits ab dem Zeitpunkt der Kreditvergabe ein Zinsanspruch besteht, werden die Zinsen erst zu einem späteren Zeitpunkt cashwirksam.

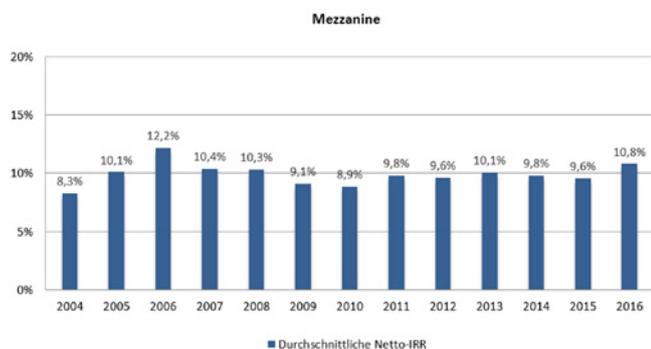
Im Folgenden finden sich einige empirische Daten zur Verteilung von Rendite und Risiko für Private Debt. Allerdings sind Daten nur in sehr aggregierter Form verfügbar. So gibt es beispielsweise keine Möglichkeit, zwischen den Renditen für Senior Secured Loans und Unitranches zu unterscheiden, die beide unter dem Begriff „Direct Lending“ zusammengefasst werden. Zumindest für nachrangige Mezzanine-Finanzierungen sind jedoch separate Statistiken verfügbar.

Der Finanzdienstleister Preqin erfasst seit 2004 Netto-Renditen für Direct Lending Fonds. Die Durchschnittsverzinsung lag hierbei bei rd. 10% im Zeitverlauf. Während der Finanzkrise wurde mit 5,0% IRR die historisch geringste Rendite beobachtet. Die Vermeidung von negativen Renditen selbst in einem extremen Marktzyklus spricht für die Stabilität dieser Strategie.



**Grafik 5: Performanceübersicht von Direct Lending**  
Quelle: Preqin, 2017

Mezzanine-Transaktionen, welche in der Regel eine Mischung aus Fremdkapital- und Eigenkapitalkomponenten beinhalten, erwirtschafteten in der Vergangenheit deutlich höhere Netorenditen, allerdings ging dies mit einer höheren Volatilität einher. Da die Auswertung nur die Gesamtrendite (Netto-IRR) abbildet, ist nicht erkennbar, dass die laufenden Renditen in den ersten Jahren nach Kreditvergabe deutlich unter den Gesamtrenditen liegen. Neben der Eigenkapitalkomponente liegt dies auch am endfälligen PIK-Zins. Im Unterschied zu Direktinvestoren müssen Fondsinvestoren ferner in Betracht ziehen, dass Mezzanine-Fonds ihre Managementgebühren in der Regel auf das gezeichnete Kapital berechnen, wodurch sich die Ausschüttungen noch weiter auf spätere Jahre verschieben (J-Curve-Effekt). Direct Lending Fonds berechnen dagegen ihre Managementgebühren nur auf das investierte Kapital, so dass ab der ersten Kreditvergabe aus den Zinszahlungen auch Ausschüttungen an die Investoren geleistet werden können.



**Grafik 6: Performanceübersicht von Mezzanine**  
Quelle: Preqin, 2017

## Risikokennzahlen für Private Debt

Aufgrund der noch relativ kurzen Historie der Assetklasse Private Debt sind nur sehr eingeschränkt empirische Daten verfügbar, die eine Beurteilung des Risikos von Private Debt ermöglichen. In Europa wird erst seit 2010 in nennenswertem Umfang Direct Lending betrieben, während zuvor vor allem Mezzanine-Finanzierungen den Markt bestimmten. Dank der außergewöhnlich langen Boomphase gab es in den letzten Jahren keine Marktphasen, in denen Private Debt (mit Ausnahme von Mezzanine) einem echten Streßszenario ausgesetzt gewesen wäre.

Am ehesten kann die Betrachtung des US-Marktes bei der Beantwortung der Frage helfen, welches Risiko eine Investition in Private Debt mit sich bringt und wie dieses Risiko im Vergleich zu anderen Fremdkapitalinvestments zu beurteilen ist. Der Pensionsfonds TIAA hat langjährige Erfahrung mit Private Debt Investments in den USA und hat in einem jüngeren Working Paper folgende Risikokennzahlen veröffentlicht (basierend primär auf Daten von Standard und Poor's).

## Risikokennzahlen für den Zeitraum 1998 – 2015 in den USA

Assetklasse	Default rate	Loss rate p.a.	Recovery rate
Middle Market Loans	3,42 %	0,67 %	80,39 %
Broadly Syndicated Loans	4,93 %	1,18 %	76,05 %
High-Yield Debt	4,45 %	2,84 %	42,24 %

**Tabelle 1: Risikokennzahlen von Private Debt, 1998-2015 - USA**  
Quelle: TIAA, Private Debt, Summer 2016

Die als „Middle Market Loans“ bezeichnete Assetklasse entspricht weitgehend der hier gewählten Definition von Direct Lending (Senior Secured Loans für mittelgroße Unternehmen). Die Übersicht zeigt, dass für alle Risikomaße Mid Market Loans am besten abschneiden. So liegt die jährliche Verlustquote (in % des investierten Kapitals) nur bei 0,67%, während Syndicated Loans und High Yield Bonds (und damit größere Unternehmen) zwei- bis viermal so hohe Verlustquoten aufweisen. Die häufig geäußerte Meinung, dass kleinere Unternehmen riskanter seien, kann also zumindest aus Sicht eines erstrangig besicherten Fremdkapitalgebers nicht bestätigt werden.

## Aufbau eines Private Debt Portfolios

Beim Aufbau eines Private Debt-Portfolios muss jeder Investor eine Make-or-Buy-Entscheidung treffen, die zunächst eine interne Bestandsaufnahme der hauseigenen Kapazitäten und der strategischeren Zielrichtungen erfordern. Für die Implementierung bieten sich die im Folgenden beschriebenen vier Optionen an.

### Direktinvestments

Der Aufbau einer neuen Assetklasse über Direktinvestments bietet sich für die meisten Institutionen nicht an. Für die direkte Vergabe einzelner Kredite ist – neben der Überwindung der regulatorischen Hürden – ein hoch spezialisiertes Team mit langjähriger Erfahrung in ausreichender Gruppenstärke (mind. 3 – 5 Mitarbeiter) erforderlich. Um eine ausreichende Diversifizierung sicherzustellen, müssten relativ hohe Volumina (> 1,0 Mrd. EUR) über mehrere Regionen investiert werden. Dies beinhaltet u.a. intensive Reisetätigkeiten der Mitarbeiter und ein dementsprechendes Reisekostenbudget, um die aufwändigen Investitionsprüfungen vorzunehmen. Wenngleich dieser strategische Ansatz eine hohe Flexibilität beinhaltet, geht dieser oftmals ebenfalls mit einer hohen Zyklizität einher, da übergeordnete Entscheidungsgremien in Krisenzeiten eher dazu tendieren, für einen bestimmten Zeitraum keine neuen Engagements einzugehen, wenn die bestehenden Investments gerade unter Druck stehen.

### Fonds-Investments/Managed Account

Für institutionelle Investoren, die bereits im Bereich Private Equity erfolgreich Fondsinvestments getätigt haben und eine Gesamtinvestition von 100 Mio. EUR oder mehr planen, dürfte der Aufbau einer Private Debt-Allokation über Fonds die sinnvollste Alternative sein. Langfristig erscheint eine Teamstärke von 1-2 Mitarbeitern für diesen neuen Portfoliobaustein als sinnvoll, wobei in einem ersten Schritt eine Annäherung an die Assetklasse mit externer Unterstützung erfolgen kann. Dies bietet unter anderem die Möglichkeit, von erfahrenen Anbietern über einen relativ kurzen Zeitraum ein gewisses Markt- und Prozessverständnis zu erwerben und schnell Beziehungen zu führenden Fondsmanagern aufzubauen.

Fondsinvestments bieten mit und ohne externe Unterstützung einen hohen Grad an Flexibilität bei leicht prozyklischem Investitionsverhalten. Die externe Kostenbelastung

ist mit gering bis moderat zu bewerten, wobei bei höherer Einbindung externer Berater auch wesentliche Arbeits- und Reisetätigkeiten effizient ausgelagert werden können. In diesem Fall ist jedoch eine qualifizierte Schnittstelle zwischen externem Berater und internen Entscheidungsgremien zwingend erforderlich.

### Dachfonds-Investment

Dachfondsinvestments sind zum einen die klassische Zugangsvariante für den Eintritt in eine neue Assetklasse, zum anderen werden diese überwiegend von institutionellen Häusern gewählt, die nicht über ein ausreichend hohes Investitionsvolumen verfügen, um ein breit diversifiziertes Portfolio aufbauen zu können. Ein weiterer Vorteil von Dachfondsinvestments ist die geringe Zyklizität der Investitionen, da die Mittel über einen relativ langen Zeitraum (5 – 6 Jahre) allokiert werden und zwar auch dann, wenn interne Entscheidungsstrukturen dies aufgrund veränderter Marktbedingungen nicht mehr zulassen. Die Erfahrung zeigt, dass eine kontinuierliche Allokation gerade in Abschwungphasen von Vorteil ist und antizyklisches Investitionsverhalten oft belohnt wird.

Die nachstehende Übersicht fasst die Überlegungen zur Make-or-Buy-Entscheidung noch einmal zusammen. Entscheidungskriterien sind unter anderem das geplante Investitionsvolumen, die vorhandenen Ressourcen, die erwarteten Kosten, die Flexibilität und der gewünschte Diversifikationsgrad des Private Debt-Portfolios. Ein nicht zu unterschätzender Aspekt, der in der Praxis oft übersehen wird, ist die erwartete Zyklizität des Portfolios, d. h. inwiefern das Portfolio unabhängig vom Kreditzyklus aufgebaut werden kann. Da in Krisenzeiten neue Investments intern oft nur schwer durchzusetzen sind („gutes Geld schlechtem hinterher werfen“), führen interne Lösungen oft zu einem prozyklischen Investitionsverhalten. Die Bindung an einen externen Fonds- oder Dachfondsmanager kann dagegen dazu beitragen, dass auch in schwierigen Jahren, die erfahrungsgemäß die höchsten Renditen erwarten lassen, neue Investitionen getätigt werden.

	Fokus direkte Zielunternehmen	Fokus Fondsinvestitionen mit eigenem Team	Fokus Fondsinvestitionen mit externer Unterstützung	Fokus Dachfondstrategie/ externes Mandat
<b>Beispiele</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Allianz</li> <li>MEAG</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>W&amp;W</li> <li>BVK</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>SV Stuttgart</li> <li>ARAG</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Continentale</li> <li>Die Bayrische</li> </ul>
<b>Typ. Allokation Infrastruktur</b>	> EUR 1 Milliarde	> EUR 100 Mio.	> EUR 50 Mio	> EUR 5 Mio.
<b>Anforderung an eigene Ressourcen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Signifikantes Team (typ. &gt; 5 MA)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Team erforderlich (mind. 2-3 MA)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Qualifizierte Schnittstelle erforderlich (mind. 0,5 MA)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Qualifizierte Schnittstelle erforderlich (regulatorisch)</li> </ul>
<b>Interne Zusatzkosten (Legal, Reise, ..)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sehr hoch</li> <li>Komplexe Legal DD</li> <li>Sehr hohe Reisekosten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hoch</li> <li>Umfangreiche Legal DD</li> <li>Hohe Reisekosten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Moderat</li> <li>Effiziente Legal DD</li> <li>Moderate Reisekosten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Gering (aber Kosten versteckt/unterliegend, z.B. Legal DD)</li> </ul>
<b>Externe Beraterkosten</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Gering</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Gering</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Moderat</li> <li>10-40 BPS p.a.</li> <li>Gewinnbeteiligung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hoch</li> <li>30-70 BPS p.a.</li> <li>Gewinnbeteiligung</li> </ul>
<b>Individualität/ Flexibilität</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sehr hoch</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hoch</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hoch</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Gering/Mittel</li> </ul>
<b>Zyklizität/ Risiko</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sehr hoch</li> <li>Typ. geringe Diversifikation</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Moderat (Risiko prozykl. Verhalten)</li> <li>Mittlere Diversifikation</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Moderat (Risiko prozykl. Verhalten)</li> <li>Hohe Diversifikation</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Gering (kontinuierliche Allokation)</li> <li>Hohe Diversifikation</li> </ul>

Grafik 7: Zugangsarten für Institutionelle Investoren

Quelle: YIELCO Investments AG, 2017

## Zeitlicher Horizont für den Portfolioaufbau

Ungeachtet des gewählten Zugangswegs sollte der Aufbau des Private Debt Portfolios kontinuierlich über mehrere Jahre erfolgen, um eine hohe Diversifikation über die Zeit zu erreichen. Aus unserer Sicht sollte dabei ein Zeitraum von drei bis fünf Jahren nicht unterschritten werden. Ferner ist nach Erreichen des gewünschten Investitionsgrades eine Wiederrückzahlung der Rückzahlungen aus dem Portfolio unerlässlich. Hinsichtlich der Anzahl der einzelnen Kredite in einem breit diversifizierten Portfolio wird üblicherweise ein Portfolio von ca. 150 Krediten als ausreichend angesehen. Damit lassen sich im Portfolio die oben beschriebenen verschiedenen Strategien hinreichend berücksichtigen. Während für die Verwaltung eines Direktportfolios mit diesem Ausmaß ein relativ großes Team erforderlich ist, kann diese Diversifikation alternativ durch die Selektion von sechs bis acht Private Debt-Fonds oder eines einzelnen Dachfonds erreicht werden.

## Fazit

Institutionelle Investoren haben in den letzten Jahren vermehrt die Attraktivität der Anlageklasse Private Debt erkannt und allokierten weltweit steigende Volumina in diesem Bereich. Dabei ist auffallend, dass selbst im ersten Schritt schon signifikante Volumina investiert werden, um einen spürbaren Effekt auf die Nettoverzinsung zu erzielen. Dabei werden häufig Zielquoten von 3 – 5 % von institutionellen Investoren angestrebt. Obwohl die empirische Datenbasis für das Segment noch recht dünn ist, belegen die für die letzten 10 Jahre verfügbaren Daten die Stabilität der Renditen. Darüber hinaus sprechen finanzierungstheoretische Überle-

gungen dafür, dass erstrangige besicherte private Kredite bei entsprechender Strukturierung der Transaktion nur in seltenen Fällen von einem Ausfall betroffen sein sollten. Investoren können somit attraktive Renditen erzielen, die weniger eine Risikoprämie als vielmehr eine Illiquiditätsprämie darstellen.

Das Fondsuniversum von Private Debt-Managern hat sich insbesondere in den letzten fünf Jahren deutlich erweitert, unter anderem durch Neugründungen von erfahrenen Kreditspezialisten, die ihren bisherigen Beruf aufgrund der zunehmenden Regulierung von Banken nicht mehr ausüben können. Daneben gibt es eine Reihe von erfahrenen Kreditmanagern, die bereits seit mehr als 20 Jahren im Private Debt-Markt aktiv sind und ihr Tätigkeitsspektrum, das anfänglich nur auf Mezzanine-Finanzierungen ausgerichtet war, immer mehr erweitert haben. Die zunehmende Professionalisierung und das anhaltende Marktwachstum dürften dazu beitragen, dass Private Debt sich langfristig als neue Anlageklasse für institutionelle Investoren etabliert.

## Kontakt



Dr. Matthias Unser  
Vorstand

YIELCO Investments AG  
 Karlstrasse 66  
 80335 München  
 Deutschland  
[www.yielco.com](http://www.yielco.com)

**Interview für den BAI-Newsletter 01/2017 mit Herrn Dr. Gunar Lietz, Leiter Kapitalanlagen der Pensionskasse Wacker Chemie VVaG, München**



Mit einem Vermögen von rund zwei Mrd. EUR ist die Pensionskasse der Wacker Chemie unter den zehn größten Firmenpensionskassen in Deutschland. Über die Entwicklung ihrer Asset Allokation und über die Haltung des Hauses zu Alternative Investments konnten wir Anfang des Jahres den Leiter der Kapitalanlagen, Herrn Dr. Lietz, für ein Gespräch gewinnen.

**Herr Dr. Lietz, es sind schwierige Zeiten an den Kapitalmärkten, um die Anlagen einer Pensionskasse zu steuern. Wie stellen Sie Ihr Haus für die nächsten Jahre auf?**

Grundsätzlicher Ausgangspunkt aller unserer Überlegungen zur Kapitalanlage ist und bleibt die unternehmerische Tätigkeit als Quelle der Wertschöpfung. Entlang dieses Credo eröffnen sich gerade auch im Niedrigzinsumfeld interessante Anlagemöglichkeiten. Die Pensionskasse stellt Unternehmen Eigen- und Fremdkapital auf öffentlichen und privaten Märkten zur Verfügung, wobei in den letzten Jahren die Kapitalbereitstellung auf privaten Märkten zugenommen hat. Wir sehen hier im relativen Vergleich attraktivere Anlagemöglichkeiten als bei Aktien oder Anleihen und können als Langfristinvestor die Illiquidität dieser Anlagen aushalten. Natürlich nehmen Bonds und Aktien auch bei uns eine große Rolle ein. Aufgrund der vorhandenen umfangreichen segmentspezifischen und geographischen Streuung sind wir unserer Meinung nach für beide Anlageklassen bereits sehr gut aufgestellt. **Die Musik spielt künftig bei den Alternative Investments.** Das Wachstum der kapitalmarktbasierter Finanzierung in Europa durch Private Debt nimmt immer mehr Schwung auf und sollte sich dauerhaft als Alternative zur Bankfinanzierung etablieren. Die Suche nach weiteren sowohl ergänzenden als auch diversifizierenden Ertragsquellen führt die Pensionskasse mittlerweile zu liquiden nicht-traditionellen Risikoprämien. So ist beispielsweise die Bereitstellung von Absicherung nicht nur eine stark nachgefragte Dienstleistung, sondern gleichzeitig mit einer interessanten Vergütung versehen, welche sich in der Risikoprämie Volatilität manifestiert. Voraussetzung muss natürlich

immer sein, dass man neue Anlageklassen versteht und diese sich im Sinne von Risikobudget auch leisten kann und will.

**Mit einer Allokation von rund 8% im Private-Equity-Bereich haben Sie über die letzten Jahre eine substantielle Quote in diesem Bereich aufgebaut. Wie sind Ihre Erfahrungen in dieser Anlageklasse?**

Die Wacker Pensionskasse ist seit vielen Jahren in Private Equity investiert und hat folglich reichhaltige Erfahrungen sammeln können. Zu allererst braucht ein Investor einen Plan und viel Geduld. Es gehören dazu aber auch Spezialwissen, die richtigen Partner und ein breites Netzwerk. Das stellt sich nicht von heute auf morgen ein und muss erst einmal erarbeitet werden. Insoweit hat sich das Management dieser doch recht komplexen Anlageklasse über die Zeit weiterentwickelt und professionalisiert. Klar macht man auch hier und da Fehler und bereut sicher die eine oder andere Entscheidung. Die Kunst aber ist es, daraus zu lernen und das große Ganze strukturell weiterzuentwickeln. Mit der Performance und auch dem Diversifikationseffekt sind wir durchaus zufrieden. Einen signifikanten Performance-Beitrag für das Gesamtportfolio gibt es allerdings nur bei einer entsprechend großen Allokation. Deshalb waren die letzten Jahre vom Ausbau der Investments geprägt. Nun sollte sich die „Erntephase“ anschließen. Wir sind guter Dinge, dass sich die Mühen der Vergangenheit für uns in nächster Zeit auszahlen.

**Werden Sie diese zunehmende Umschichtung bei der Bereitstellung von Eigenkapital auf privaten Märkten auch auf die Bereitstellung von Fremdkapital an privaten Märkten ausdehnen?**

Genau das haben wir vor und den Weg dahin bereits begonnen. Eine spürbare Allokation in Private Debt würde sehr gut in das von mir eingangs erwähnte Credo passen. Von großem Vorteil für uns sind sicher viele Gemeinsamkeiten von Private Equity und Private Debt. Das fängt zum einen damit an, dass es sich nicht unbedingt um komplett neue Management-Teams handelt. Teilweise sind uns Anbieter und handelnde Personen bereits bekannt, beispielsweise weil sie aus dem Mezzanine Bereich oder von Buy-out Firmen kommen. Zudem sind die Fondsstrukturen bei den Investments vergleichbar und Administration, Reporting, Cash-Flows, Due Diligence laufen ähnlich. Andere Aspekte muss man sich sicherlich neu erschließen. Da die

Bereitstellung von Fremdkapital an private Märkte zumindest in Europa noch relativ neu ist, gibt es nicht viele Anbieter, die einen langen Track Record vorweisen können. Das stellt für die Investment Due Diligence sicher eine Herausforderung dar.

### **Wie hoch sind die Prämien, die Sie beim Bereitstellen von Eigen- und Fremdkapital an privaten Märkten für die entsprechend geringere Liquidität der Anlagen erwarten?**

In der jährlich von der Pensionskasse durchgeführten ALM-Studie zur Validierung und Weiterentwicklung der strategischen Allokation wird Private Equity eine Überrendite zu Aktien von 3% zugewiesen. Ein großer Teil davon ist auf die Illiquiditätsprämie zurückzuführen. Im letzten Jahr wurde erstmals Private Debt in Form von Direct Lending in das Anlageklassen-Universum aufgenommen. Basis der Modellierung bildete eine dreistellige Anzahl von Transaktionen von europäischen Direct Lending Programmen im gesamten Volumen von circa 10 Mrd. Euro. Darüber hinaus wurden die der Pensionskasse vorliegenden Daten mit den Daten eines auf Private Debt spezialisierten Consultants verglichen und adjustiert. Das Ergebnis unterstellt eine Überrendite von Private Debt gegenüber High Yield Bonds bzw. handelbaren syndizierten Krediten in Höhe von 2%.

### **Wie sind Sie an diese in Deutschland noch recht junge Anlageform herangegangen, und welche Aspekte sind für Sie bei den Entscheidungen in diesem Bereich von besonderer Relevanz?**

Für Private Debt stellt die Verbriefung eine gangbare, aber auch komplexe und teure Möglichkeit der Investition dar. Gleichfalls ist eine direkte Fondsbeteiligung analog des Vorgehens bei Private Equity möglich. In letztgenannten Fall müssen die typischerweise genutzten Beteiligungsplattformen um die neue Anlageklasse erweitert werden. Mit der Nr. 17 der Anlageverordnung könnte dies künftig einen Weg darstellen, sich ein diversifiziertes Portfolio an Private Debt Strategien zusammenzustellen. Bezüglich der Auswahl der richtigen Manager läuft es am Ende auf drei wesentliche Aspekte hinaus: Das ist zum einen die Fähigkeit zur Origination, d.h. an die einzelnen Finanzierungen zu gelangen. Zum anderen muss ausgefeilte Analysekapazität vorhanden sein, um die guten von den schlechten Deals zu unterscheiden und letztendlich wird es hin und wieder zu Ausfällen kommen, so dass Restrukturierungsexpertise wichtig ist, um einen möglichen Verlust zu begrenzen.

### **Rechnen Sie aufgrund der allgemein erwarteten Zinserhöhungen in den USA mit Auswirkungen auf Ihre Private-Debt-Anlagen und werden Sie das Portfolio für die Zukunft entsprechend anpassen?**

Tendenziell dürfte Private Debt durch eine Zinserhöhung weniger betroffen sein als Staatsanleihen oder Investment Grade Anleihen, da der Spreadanteil in der Renditekomposition die größere Rolle spielt. Viele einzelne Deals sind zudem mit einer variablen Verzinsung plus Spreadaufschlag versehen. Ferner sollte sich in Europa das Niedrigzinsumfeld in nächster Zeit nicht fundamental ändern. Für die Anlageklasse viel wichtiger ist meines Erachtens die Entwicklung der Ausfallraten und der weitere Fortgang des Kreditzyklus.

### **Wenn Sie einen Wunsch frei hätten, das regulatorische Umfeld in Deutschland zu ändern, um bessere Anlageentscheidungen treffen zu können, dann wäre das ...?**

Als VAG-regulierte Pensionskasse spielen die Bedingungen, denen die Kapitalanlagen unterliegen eine große Rolle. **Wünschenswert wäre grundsätzlich eine Regulierung, welche in ihrer Motivation und Ausrichtung nachvollziehbar ist, die Klarheiten schafft und die zudem für alle Beteiligten verständlich ist.**

## Ein Beitrag von NN Investment Partners

Alternative Fixed-Income-Strategien bieten langfristig orientierten Investoren attraktive Credit Spreads, höhere Diversifikation sowie geringere Volatilität beim Wert ihrer Anlage.

- Disintermediation eröffnet institutionellen Investoren neue Möglichkeiten
- Bedeutung von Alternative Fixed Income nimmt weiter zu
- Rendite- und Diversifikationsvorteile für Investoren bei niedrigerer Volatilität

## Einleitung

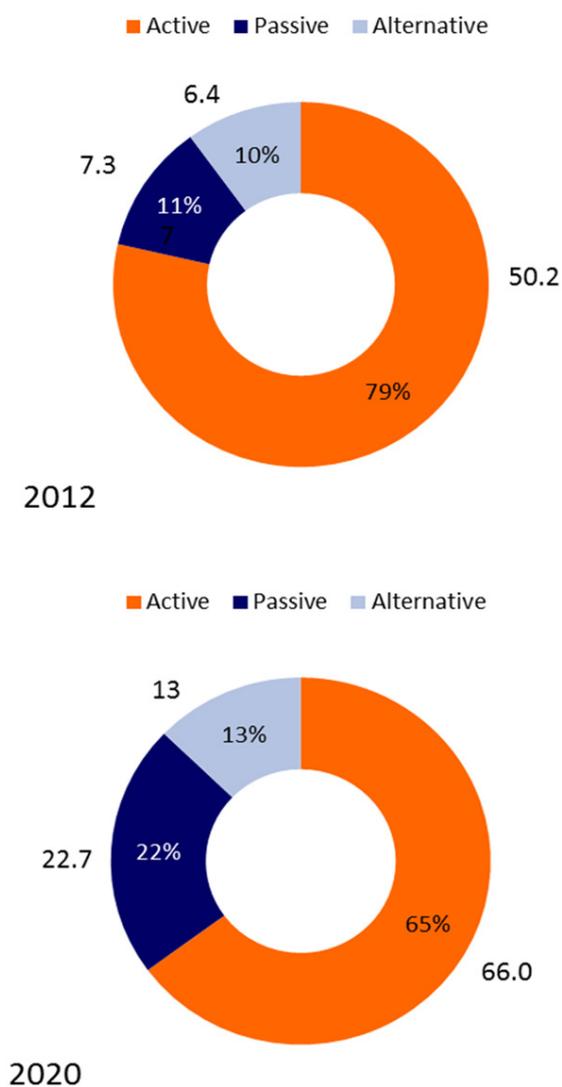
Der Trend zur Disintermediation, also der abnehmende Einfluss der Banken (Finanzintermediäre) als Mittler im Finanzierungskreislauf, ist zurzeit ein aktuelles Thema an den Finanzmärkten. Es gibt keine allgemeingültige Definition für den Begriff. Disintermediation wird als Abbau der Mittlerrolle von Banken begriffen, wodurch sich neue Gelegenheiten für institutionelle Investoren ergeben. Seit jeher agieren Banken als Mittler zwischen Geldgebern und Geldnehmern. Im Gegensatz zu Europa, wo rund die Hälfte des Kreditgeschäfts auf den Bankensektor entfällt, spielen Banken in den USA mittlerweile eine weniger dominante Rolle. Hier entfallen nur rund 20 % aller ausstehenden Kredite auf Banken.

Disintermediation eröffnet Investoren neue Möglichkeiten. Die unterschiedlichen Begrifflichkeiten, mit denen diese neuen Möglichkeiten beschrieben werden, sind mitunter verwirrend. Manche Investoren nennen sie Private Placement (Privatplatzierungen), andere wiederum Illiquid Assets (illiquide Anlageformen) oder Alternative Fixed Income (alternative Zinsanlagen). Letztere Bezeichnung, Alternative Fixed Income, wird vorgezogen, um diese Strategien von den drei traditionellen Anlageformen Aktien, Anleihen und Liquidität abzugrenzen<sup>1</sup>. Zur Unterscheidung von Hedgefonds-Anlagen, die ebenfalls unter den Oberbegriff Alternative Fixed Income fallen, benutzt man auch die Bezeichnung „Illiquid Loans“ (illiquide Kredite).

Mehrere Studien der letzten Zeit verdeutlichen, warum die Bedeutung von Alternative-Fixed-Income-Strategien stetig

zunimmt (siehe Abbildung 1). Im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld und durch den demografischen Wandel wächst das Interesse an Alternative Fixed Income als Anlageform.

**Abbildung 1: Anteil aktiver, alternativer und passiver Investments am weltweiten verwalteten Vermögen in den Jahren 2012 und 2020 (in % und Billionen USD)**



Quelle: PwC „Asset Management 2020“, 2014

<sup>1</sup> Definition in Investopedia

## Die Rolle der Banken vor dem Hintergrund der Neuregelungen

Veränderter aufsichtsrechtlicher Rahmen für Banken

- Maßnahmen überwiegend von 2016 bis 2019 umzusetzen
- Zwei neue Liquiditätskennzahlen: Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio, LCR) und strukturelle Liquiditätsquote (Net Stable Funding Ratio, NSFR)
- Striktere Eigenkapitalanforderungen
- Laut McKinsey besteht eine Finanzierungslücke von EUR 1,2 Bio.
- Drohende Kreditengpässe für KMU

Die globale Finanzkrise erforderte eine Neuordnung des Bankensektors, wie beispielsweise durch Basel III. Traditionell bestand das Bankgeschäft darin, im Wege der Fristentransformation kurzfristige Finanzquellen in Kredite mit längeren Laufzeiten und andere Finanzprodukte umzuwandeln, die dann Darlehensnehmern wie Unternehmen, Bauträgern und Infrastrukturprojekten zur Verfügung stehen. Aufgrund der strengeren Regelungen ändert sich dieser Finanzierungskreislauf jetzt. Kreditnehmer müssen sich daher für ihre langfristige Finanzierung nach Alternativen umschauen.

Momentan mag diese Realität durch die massiven Liquiditätsspritzen der EZB in Form der quantitativen Lockerung etwas verzerrt wahrgenommen werden. Langfristig ist eine grundsätzliche Verschiebung innerhalb der Bankbilanzen jedoch unvermeidlich. Dieses Umfeld zwingt die Banken dazu, mit all ihren wichtigen Ressourcen effizienter umzugehen: Personal, Branchennetzwerk, Systeme und ihre Bilanzen. In der Praxis bedeutet dies die Schließung von Filialen, Personalabbau, eine weitere Konsolidierung und ein strengeres Bilanzmanagement. Die Banken werden weitere Möglichkeiten im Bereich alternative Kredite ins Visier nehmen und ihre Kooperationen mit institutionellen Investoren und Fintech-Unternehmen ausbauen. Das schafft neue attraktive Chancen für Investoren oder potenzielle Partner, die vielleicht nicht so großvolumige Finanzierungen durchführen oder deren Risikomanagement-Kapazitäten beschränkt sind, deren Bilanzen aber noch Kapazität aufweisen oder die ihre Geschäfte effizienter ausführen möchten.

Die Wirkung von Basel III macht sich erst allmählich bemerkbar; die meisten Maßnahmen werden im Zeitraum zwischen 2016 und 2019 umgesetzt. Basel III hat zwei neue Liquiditätskennzahlen eingeführt, die Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio, LCR) und die strukturelle Liquiditätsquote (Net Stable Funding Ratio, NSFR), sowie striktere Eigenkapitalanforderungen.

Am europäischen Bankensektor werden hochverzinsliche Fremdmittel künftig verstärkt durch niedrigverzinsliche Kredite abgelöst. Das liegt nicht nur an Basel III, sondern auch daran, dass in Bankanleihen investierende Anleger belastbarere Bilanzen verlangen.

Aufgrund der NSFR sind Banken gehalten, liquide Vermögenswerte in Höhe ihrer langfristigen Verbindlichkeiten vorzuhalten. Das dürfte spürbare Konsequenzen für die Verfügbarkeit von Krediten haben. Nach Auffassung des Wirtschaftsberatungsunternehmens muss sich der Bankensektor einem grundlegenden Wandel unterziehen, um die Verfügbarkeit von Krediten sicherzustellen.

Dies kann beispielsweise durch Einführung eines sogenannten „Originate-to-distribute“-Modells<sup>2</sup> und neuer Kreditvergabeprozesse geschehen.

## Politische Unterstützung für alternative Kredite wird zunehmen

Der Finanzierungsbedarf in der europäischen Wirtschaft ist nach wie vor höher als je zuvor. Die Notwendigkeit für diversifizierte Finanzierungsquellen ist in Europa dringlicher denn je.

Es gibt starke Anzeichen dafür, dass immer mehr wichtige politische Entscheidungsträger in Europa beim Thema Finanzierung zunehmend zu alternativen Quellen tendieren. Eine übermäßige Abhängigkeit von den Banken hat Europa zu

<sup>2</sup> Banken vergeben Kredite z. B. an Eigenheimbesitzer oder Unternehmen und nehmen diese Kredite dann entweder durch Verbriefung (über Zweckgesellschaften) oder durch Verkauf direkt an institutionelle Investoren aus ihrer Bilanz. Das verringert einerseits die Eigenkapitalanforderungen der Banken und ermöglicht andererseits Investoren, durch Kauf der aus der Verbriefung der Kredite hervorgegangenen Wertpapiere am Ertrag teilzuhaben.

anfällig gemacht und die Wirtschaftsentwicklung gebremst. Deshalb muss man die Widerstandsfähigkeit erhöhen, indem die Finanzierungsquellen für die europäische Wirtschaft diversifiziert werden.

Da das europäische Bankensystem etwa 75% der Wirtschaft finanziert, sind die potenziellen negativen Auswirkungen sehr viel höher, als beispielsweise in den USA. Europäische Banken sind anfälliger für einen Regimewechsel und könnten dazu gezwungen werden, ihre Direktkredite an Unternehmen und Haushalte zu reduzieren. Was noch wichtiger ist: Jede dieser nachteiligen Veränderungen bei der Kreditkapazität hat einen direkten Einfluss auf die Wirtschaft.

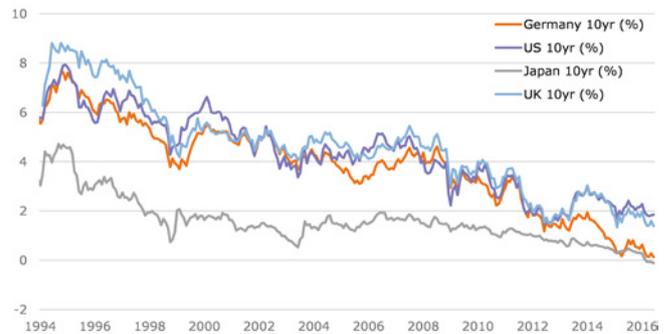
## Die neue Realität institutioneller Investoren

### Grundsätzliche Entwicklungen betreffen institutionelle Investoren

- Geringes Wirtschaftswachstum und stagnierende Inflationserwartungen dürften die Renditen auf längere Sicht nach unten drücken.
- Mit dem demografischen Wandel ändert sich das Anlegerverhalten und steigt die Nachfrage nach verzinslichen Anlageformen
- Institutionelle Investoren werden Alternative Fixed Income Produkte zunehmend akzeptieren

Institutionelle Investoren sehen sich auch nach der Krise zahlreichen Herausforderungen gegenüber. Infolge des anhaltend niedrigen Wirtschaftswachstums und der lockeren EZB-Geldpolitik verharren die Renditen auf Staatsanleihen – traditionell die beliebteste Anlageform institutioneller Investoren – auf niedrigem Niveau.

**Abbildung 2: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen (in %)**



Quelle: Thomson Reuters Datastream (Juni 2016)

Die Suche nach Rendite bleibt in einem ertragsarmen, volatilen Umfeld ein wichtiges Thema. Diejenigen, die mit der illiquiden Natur der Anlageklasse umgehen können und diese akzeptieren, werden in Privatkrediten einen sicheren Hafen finden. Diese Vermögenswerte haben eine eingeschränkte Liquidität und marktnahe Bewertungen (mark-to-market), folglich erscheinen sie stabil.

Institutionelle Investoren (Versicherungsgesellschaften, Pensionsfonds, etc.) eignen sich von Natur aus eher für eine Beteiligung an der Finanzierung der Wirtschaft, da sie einen großen Anteil der langfristigen Rücklagen einnehmen. Die Infrastruktur, um dies zu vereinfachen, bleibt jedoch meistens bei den Banken, und die Investitionen müssen über die Kapitalmärkte und Partnerschaften kanalisiert werden. Die Partnerschaften haben nur schleppend zugenommen. Bei diesen Institutionen ist noch viel Aufklärungs- und Überzeugungsarbeit zu leisten, auch auf Ebene der Verwaltungsräte.

Diskutiert wird auch, wie eine stärkere Deckungsgleichheit zwischen langfristigen Verbindlichkeiten und langfristigen Vermögenswerten erreicht und die von institutionellen Anlegern investierten Mittel optimaler genutzt werden können. In einem 2013 von der Europäischen Kommission veröffentlichten Grünbuch<sup>3</sup> heißt es dazu: „Dank der

<sup>3</sup> Grünbuch „Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft“, Europäische Kommission (25. März 2013)

langen Laufzeiten ihrer Verbindlichkeiten können institutionelle Anleger zumindest prinzipiell Daueranlagen in langfristige Produktionsmittel tätigen, die zum Ausgleich der längerfristigen Risiken und der für viele dieser Vermögenswerte charakteristischen schwachen Liquidität höhere Renditen bieten. Aufgrund der längeren Zeithorizonte können institutionelle Anleger geduldig und antizyklisch agieren, sind nicht an kurzfristiges Denken gebunden und haben einen geringeren Bedarf an Fristentransformationen.“

Entsprechend stehen institutionellen Investoren jetzt ganz neue Anlagekategorien zur Verfügung. Sie rangieren von Unternehmenskrediten mit relativ kurzen Laufzeiten (5 bis 10 Jahre) bis hin zu Krediten an staatsnahen Institutionen (Laufzeiten von 10 bis 40 Jahren). Je nach Art der Kreditilliquidität können Aufschläge gezielt über die Zinsstrukturkurve hinweg vorgenommen werden.

## Wert von Alternative-Fixed-Income-Strategien erschließen

### Welche Vorteile bieten illiquide Anlagen?

- Illiquiditätszuschlag
- Zugang zu nicht-traditionellen Beta-Quellen
- Stärker fundamental getriebene Vermögenswerte
- Maßgeschneiderte Dokumentation, daher potenziell geringere Verlustquote bei Ausfall
- Für bestimmte besicherte Kredite Vorzugsbehandlung unter Solvency II

Die Investition in illiquide Anlagen bietet institutionellen Investoren – und damit auch ihren Kunden – interessante Vorteile, wie insbesondere den sogenannten Illiquiditätszuschlag. Bei öffentlichen Emittenten (vor allem Unternehmen) lässt sich dieser Illiquiditätszuschlag ohne Weiteres quantifizieren, indem die Rendite des illiquiden Kredits der einer öffentlich aufgelegten Anleihe gegenübergestellt wird. Bei anderen Anlageklassen ist das etwas schwieriger. Hier eignet sich eine entsprechende liquide Benchmark zur Orientierung.

Der Nachteil der Investition in weniger liquide Anlagen besteht in der geringen bzw. mangelnden Handelbarkeit der

Kredite. Will ein Anleger eine bestimmte Position liquidieren, gibt es u. U. keinen Sekundärmarkt, an dem sich relativ leicht Käufer finden lassen. Die Suche nach Interessenten, das Aushandeln eines Preises und die mit der Übertragung des Kredits verbundenen administrativen Kosten können teuer werden. Daher müssen Anleger bei Übernahme des Kredits gewillt sein, dieses Investment bis zur Fälligkeit zu halten.

Die Umorientierung von herkömmlichen Anlageformen hin zu Alternative Fixed Income eröffnet Zugang zu Investments mit traditionell hohen Eintrittsbarrieren für institutionelle Investoren. Das trägt zu einer verstärkten Diversifizierung der Portfolios bei. Bei herkömmlichen Anlageformen wie Unternehmens- oder Hochzinsanleihen, Emerging-Markets-Anleihen und Staatsanleihen sind die Anleger in ihrer Auswahl auf die am Markt aktiven Emittenten beschränkt. Illiquide Anlagen gewähren institutionellen Investoren hingegen Zugang zu nicht-traditionellen Betaquellen, die sich auf bestimmte Sektoren der Realwirtschaft beziehen, wie etwa Infrastrukturanlagen.

Bei der letzten Finanzkrise sahen sich institutionelle Investoren hoher Volatilität ausgesetzt. Entsprechend sanken ihre Solvabilitätskoeffizienten auf derartig niedrige Niveaus, dass in einigen Fällen staatliche Unterstützung vonnöten war. Institutionelle Investoren sind per se langfristig orientiert. Daher wäre zu wünschen, dass derartige stimmungsbedingte Fluktuationen sie nicht zu kurzfristigen Verkäufen und damit zur Realisierung von Verlusten zwingen. Da illiquide Anlagen eher auf „Mark-to-Model“-Basis bewertet werden (der Sekundärmarkt ist sehr begrenzt), stellt die Bewertung statt auf kurzfristige Bewegungen auf langfristige Faktoren wie Ausfallwahrscheinlichkeit und Verlustquote bei Ausfall ab.

Daneben bieten illiquide Anlagen dem Kreditgeber die Möglichkeit, die Kreditbedingungen nach seinen Vorstellungen zu gestalten. Durch kreditsichernde Nebenabreden und andere standardmäßige Bankkreditklauseln ist der Investor vor und während potenzieller Ausfälle besser geschützt. Damit sollten Investoren imstande sein, bei einer allmählichen Verschlechterung des Schuldenprofils eines Kreditnehmers rasch zu reagieren. Zugleich dürfte die Verlustquote bei Abwicklung notleidender Kredite sinken. Dadurch steigt die Werthaltigkeit des Kredits.

In einem Portfoliokontext können illiquide Anlagen sowohl bei Return- als auch Matching-Portfolios zum Einsatz kommen. Gerade für Lebensversicherer eignen sich Anlagen mit längeren Laufzeiten, wie etwa Kredite an staatsnahe Institutionen oder Infrastrukturkredite, in Matching-Portfolios. Kredite mit kürzeren Laufzeiten kommen eher für Return-Portfolios infrage.

## Formen illiquider Anlagen

### Merkmale illiquider Anlagen

- Enge Beziehung zum Kreditnehmer; synchronisierte Konditionen und Bedingungen
- Sowohl feste als auch variable Verzinsung
- Darlehen können über Fonds oder durch Direktbeteiligung angeboten werden

Illiquide Anlagen zeichnen sich in der Regel durch bestimmte Merkmale aus, die man einzig bei dieser Anlageform findet. Dazu gehört u. a. die Möglichkeit, die Kreditdokumentation individuell zu gestalten. Im Rahmen von Privatplatzierungen steht der Investor in der Regel in einer engeren Beziehung zum Unternehmen. Durch aktive Überwachung des Kreditnehmers und besseren Zugang zum Unternehmen sind Probleme tendenziell frühzeitiger zu erkennen. Vor allem durch die Vereinbarung bestimmter kreditsichernder Klauseln kann frühzeitig unerwünschten Entwicklungen gegengesteuert werden. Die Kreditdokumentation wird individuell ausgehandelt und sollte daher auf den konkreten Business Case und die zugrundeliegenden Risiken zugeschnitten sein. Durch Vereinbarung vom Kreditnehmer einzuhaltender Leistungs- und Unterlassungspflichten können bestimmte Kreditrisiken wirksamer gesenkt werden, als dies bei standardmäßigen Anleihekonditionen der Fall ist.

Die Kredite sind entweder fest oder variabel verzinslich. Variabel verzinsliche Kredite schützen den Investor gegenüber steigenden Zinsen, während fest verzinsliche Darlehen sich zur langfristigen Fristenkongruenz eignen. Auch hier ist der Anleger vor widrigen Zinsentwicklungen, die seine Verbindlichkeiten betreffen, geschützt.

Je nach den zugrundeliegenden Assets, der Akquisitionsstrategie und den Kundenanforderungen variiert das Format,

in dem illiquide Kredite angeboten werden. Kredite können über Fonds oder Direktbeteiligungen akquiriert werden. Werden Kredite über Fonds angeboten, so geschieht dies wegen der Illiquidität der Assets in der Regel über geschlossene Fonds. Anleger können sich nur zu bestimmten Terminen am Fonds beteiligen; die Rücknahme von Fondsanteilen hängt von der Tilgung der zugrundeliegenden Kredite ab. Nicht zuletzt können Anleger sich direkt am Kreditmarkt engagieren, indem sie die Kreditausreichung im Rahmen eines diskretionären Mandats an ihren Assetmanager auslagern.

Nach alledem dürfte klar sein, dass es vielfältige illiquide Anlagen gibt. Es geht darum, in Abstimmung mit dem Assetmanager zu ermitteln, welche Anlageform sich im Hinblick auf die vorhandenen Verbindlichkeiten am besten eignet. Angesichts der langfristigen Orientierung und der Illiquidität des Produkts sollten potenzielle Anleger die Vor- und Nachteile im Detail mit ihrem Assetmanager sondieren.

## Die wichtigsten Erfolgsfaktoren illiquider Anlagen

### Erfolgsfaktoren bei der Investition in illiquide Kredite

- Breit aufgestellter Kreditvergabeprozess
- Hohe analytische Kompetenz
- Leistungsfähige Kontrollmöglichkeiten
- Firmenintern juristische Kompetenz und Operational Support

Der Erfolg mit illiquiden Anlageformen hängt entscheidet vom Kompetenzspektrum des Assetmanagers ab. Hier kommt es u. a. darauf an, dass der Kreditvergabeprozess breit aufgestellt ist. Soll heißen: dass der Assetmanager auf ein breites Netzwerk zugreifen kann. Je nach Anlageform und den damit einhergehenden Dynamiken ist eine Akquisitionsstrategie zu wählen. In jedem Fall gilt jedoch, dass es bei illiquiden Assetklassen eines aktiven Ansatzes bedarf, um das Netzwerk auszuweiten und zu pflegen. Ferner erfordern „Buy and Hold“-Strategien in Kombination mit leistungsfähiger Kontrolle hervorragende analytische Fähigkeiten. Abgerundet wird das Anforderungsprofil von hoher juristischer Kompetenz und etablierten operativen Prozessen,

um Transaktionen effizient umsetzen zu können. Investoren sollten sich genau über das zugrundeliegende Portfolio informieren; es versteht sich von selbst, dass der Assetmanager die entsprechenden Berichtspflichten erfüllen muss. Wichtig ist, einen Assetmanager zu wählen, der über einen disziplinierten, in die allgemeine Firmenstruktur (Recht, Risiko, Compliance) integrierten Anlageprozess verfügt.

## Fazit

Durch den Wandel des regulatorischen Umfelds ändert sich die Angebot- und Nachfragesituation an den Finanzmärkten strukturell. Die ersten Auswirkungen dieses Wandels zeichnen sich bereits ab. Über illiquide Anlagen haben Investoren die Möglichkeit, an diesem strukturellen Wandel teilzuhaben und von potenziell attraktiven Credit Spreads zu profitieren. Gleichzeitig können sie ihre Bestände stärker diversifizieren und so potenziell die Volatilität ihrer Assetwerte verringern. Wichtig ist bei diesem Prozess die Partnerschaft mit einem Assetmanager, der über ein breites Spektrum an Investmentprodukten verfügt und bereit ist, gemeinsam mit dem Anleger den optimalen Produktmix herauszuarbeiten, der den Zielen des Kunden am besten entspricht.

---

## Kontakt



*Susanne Hellmann  
Managing Director*

*NN Investment Partners B.V.  
Niederlassung Deutschland  
Westhafenplatz 1  
60327 Frankfurt am Main  
Susanne.hellmann@nnip.com  
+49 69 50 95 49 - 21  
+49 69 50 95 49 - 31*

### Rechtliche Hinweise:

Diese Publikation dient allein Informationszwecken. Sie stellt keine Anlage-, Steuer- oder Rechtsberatung dar. Insbesondere handelt es sich hierbei weder um ein Angebot oder einen Prospekt noch eine Aufforderung zum Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren, zur Abgabe eines Angebots oder zur Teilnahme an einer bestimmten Handelsstrategie. Dieses Dokument richtet sich nur an erfahrene Anleger. Obwohl die hierin enthaltenen Informationen mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurden, übernehmen wir keine – weder ausdrückliche noch stillschweigende – Gewähr für deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. Wir behalten uns das Recht vor, die hierin enthaltenen Informationen jederzeit und unangekündigt zu ändern oder zu aktualisieren. Eine direkte oder indirekte Haftung der NN Investment Partners B.V., NN Investment Partners Holdings N.V. oder anderer zur NN-Gruppe gehörender Gesellschaften sowie deren Organe und Mitarbeiter für die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und/oder Empfehlungen ist ausgeschlossen. Sie nutzen die hierin enthaltenen Informationen auf eigene Gefahr. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit keine Gewähr für die zukünftige Wertentwicklung bietet. Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen dürfen ohne unsere schriftliche Genehmigung weder kopiert, vervielfältigt, verbreitet noch Dritten in sonstiger Weise zugänglich gemacht werden. Diese Publikation ist kein Angebot für den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren und richtet sich nicht an Personen in Ländern, in denen die Verbreitung solcher Materialien rechtlich verboten ist. Für alle Ansprüche im Zusammenhang mit diesem Haftungsausschluss ist niederländisches Recht maßgeblich.

## von Jürgen Breuer, Pemberton Asset Management GmbH

Die Bereitstellung von langfristigen Finanzierungen durch private Investoren - „Private Debt“ - hat sich auch in Deutschland, wie überall in Europa, in den vergangenen Jahren deutlich erhöht. Große institutionelle Anleger, die den Managern von Kreditfonds ihr Geld anvertrauen, sind heutzutage besser als Banken aufgestellt, Unternehmen langfristige Finanzierungsmittel zur Verfügung zu stellen. Dies ist ein starker säkularer Trend, der sich weiter verstärken wird. Diese Finanzierungskapazität gilt es, zum Wohle der Unternehmen einzusetzen und sie sinnvoll mit den Fähigkeiten der Banken zu kombinieren.

Über das Wachstum von Private Debt wird in der Fachpresse häufig berichtet, wobei mitunter der Eindruck entsteht, dass es hier um einen Wettbewerb zwischen Banken und privaten Kreditgebern um Marktanteile geht. Dies mag für die eine oder andere Story taugen, geht aber an den zwei primären Motiven privater Kreditgeber vorbei:

- die Ausgestaltung von Finanzierungen, die für Unternehmen in der jeweiligen Finanzierungssituation sinnvoll sind;
- das Ziel, den eigenen Investoren eine attraktive, risikoadäquate Verzinsung ihres Kapitals zu bieten.

Warum wenden sich mittelständische Unternehmen privaten Kreditgebern zu bzw. welche Vorteile bieten solche Finanzierungen? Wir sehen dafür drei Hauptgründe, die in diesem Artikel anhand der praktischen Erfahrungen von Pemberton im deutschen Markt beleuchtet werden sollen.

## 1. Planungssicherheit / Flexibilität

Senior-Finanzierungen privater Kreditgeber werden üblicherweise über 7 Jahre zugesagt und sind endfällig, d.h. es bedarf keiner laufenden Tilgungen. Dieses Profil entspricht den Interessen der Kapitalsammelstellen - Versicherungen, Pensionsfonds, Family Offices - die die Geldgeber von Private-Debt-Fonds sind. Diese wollen ihr Geld über die gesamte Kreditlaufzeit 'arbeiten lassen' und die Zinserträge vereinnahmen.

Banken finanzieren im Firmenkreditgeschäft selten länger als 5 Jahre und erwarten regelmäßige Tilgungen. Langfristige, endfällige Finanzierungen sind insbesondere für Unternehmen wertvoll, die wachsen wollen. In einer solchen Phase müssen sie ihren operativen Cashflow für die notwendigen Investitionen verwenden und frei von Tilgungsverpflichtungen halten. Die Erhöhung der Ertragskraft des Unternehmens durch die Wachstumsprojekte wird ihnen dann erlauben, die Finanzierung nach 7 Jahren zurückzuführen oder, sofern notwendig, teilweise zu refinanzieren.

Private Debt bietet an dieser Stelle dem Unternehmer Planungssicherheit und gibt ihm die Flexibilität, seine langfristigen Wachstumsziele zu verwirklichen.

## 2. Unvoreingenommenheit / Partnerschaftlichkeit

Eine geradezu klassische Situation, in der sich Firmen an Kreditfonds wenden, ist nach Phasen wirtschaftlicher Unsicherheit, sei es durch konjunkturelle Einbrüche oder unternehmensinduzierte Dellen verursacht. In solchen Phasen werden Unternehmer zwar regelmäßig weiter durch ihre Banken unterstützt, aber die Rahmenbedingungen - Laufzeit, Kreditbedingungen, Berichtspflichten - werden häufig sehr restriktiv. Die notwendigen Investitionen und sonstigen unternehmerischen Maßnahmen, deren es bedarf, um die Unternehmen im Wettbewerb nicht zurückfallen zu lassen, lassen sich dann oft nur schwierig realisieren.

Private Debt kann hier dazu beitragen, dass der "Befreiungsschlag" gelingt und die unternehmerischen Planungen wieder längerfristig ausgelegt werden können. Der Kreditfonds geht "mit frischen Augen" in die intensive Analyse des Geschäftsplans der Firma, oft flankiert durch Due Diligence-Berichte von Marktexperten und Wirtschaftsprüfern. So gelingt es meist, die passende Finanzierungslösung zu finden.

Eine Rückmeldung, die Unternehmer und Management-Teams in solchen Prozessen sehr oft geben, ist, dass das Management der Kreditfonds ihnen mehr als unternehmerische Partner denn als klassische Kreditgeber gegenübertritt und dies Vertrauen weckt. Dies ist bei

Private-Debt-Organisationen, die als Partnerschaft organisiert sind, besonders ausgeprägt, da die Partner oft Anteile an der Firma halten und ihre Vergütung stark von der Performance der von ihnen verwalteten Fonds abhängt. Der Unternehmer hat dann das Gefühl, mit seinem Kapitalgeber auf Augenhöhe zu arbeiten.

### 3. Umsetzung von Akquisitionsstrategien

Von den Notwendigkeiten von Wachstumsunternehmen war bereits die Rede. Akquisitionen oder gar eine Konsolidierungsstrategie im eigenen Markt sind auch für Mittelständler oft vielversprechend, wenn nicht gar unausweichlich, um den Unternehmenserfolg langfristig zu sichern. Da der Zeitpunkt, zu dem die ins Auge gefassten Übernahmekandidaten "reif" sind, nicht ohne weiteres einschätzbar ist, wird eine adäquate Finanzierung eine fest zugesagte Akquisitionslinie beinhalten, bei der die Rahmenbedingungen der Bereitstellung vorab festgelegt werden und die Linie daher gezogen werden kann, sobald das Akquisitionsziel tatsächlich zur Verfügung steht.

Derartige Akquisitionslinien erhalten Unternehmer mitunter nicht von ihren traditionellen Finanzierungspartnern. Kreditfonds hingegen erarbeiten sich durch die eingehende Analyse des Marktumfelds des Mittelständlers und durch den intensiven Dialog mit seiner Unternehmensführung den Komfort, eine derartige Akquisitionsstrategie nachhaltig zu unterstützen.

#### Was kostet das?

Der kritische Leser wird vielleicht einwenden wollen, dass die oben aufgezeigten Spielräume einen Preis haben werden. Dies hängt von verschiedenen Faktoren ab, insbesondere von der objektiven Kreditqualität eines Unternehmens (dem Rating) und von der Stellung der ausgereichten Kredite in der Kapitalstruktur, sprich, ob die Finanzierung erstrangig ("senior") erfolgt, oder im Nachrang zu anderen Kreditgebern.

Mit Blick auf das Rating bewegen sich die meisten Finanzierungen, mit denen sich Private Debt-Fonds beschäftigen, im Bereich B/B+, sind also deutlich non-investment-grade. Zurzeit werden Senior-Finanzierungen in diesem Segment zu Margen zwischen 5% und 7% über Euribor

gemacht. Dazu kommt eine einmalige Strukturierungsgebühr von ca. 3% auf den Kreditbetrag.

Margen auf diesem Niveau werden von institutionellen Investoren als risikoadäquat gesehen. Zudem ist zu berücksichtigen, dass Investoren ob der Illiquidität langfristiger Kredite an Unternehmen mittlerer Größe eine entsprechende Prämie erwarten.

#### Praxisbeispiel: QSIL-Gruppe

In der kürzlich abgeschlossenen umfangreichen Refinanzierung und Rekapitalisierung der QSIL-Gruppe finden sich einige der oben beschriebenen Aspekte wieder.

QSIL, mit Hauptsitz in Langewiesen (Thüringen), ist ein führender, global agierender Quarzglas-Spezialist, mit bedeutenden Marktpositionen bei Anwendungen für die Halbleiter- und Glasfaserleiterindustrien sowie für Lichtenwendungen im Automobilbereich.

Die Neuausrichtung der Unternehmensfinanzierung hatte drei Ziele:

- Refinanzierung der Akquisitionsfinanzierung für die 2016 vorgenommene Übernahme der Quarzglasaktivitäten von Philips in Holland bei gleichzeitiger Laufzeitausweitung
- Finanzierung einer Ausschüttung an die Gesellschafter, die insbesondere dem CEO der Gruppe erlauben sollte, die Finanzierungen, die er über die Jahre zum Auf- und Ausbau seiner maßgeblichen Beteiligung an der Firma aufgenommen hatte, abzulösen
- Einräumung einer Akquisitionsfazilität zur Finanzierung von Akquisitionen über die kommenden zwei Jahre

Die Finanzierung in einer Gesamthöhe von € 65 Mio. wurde gemeinschaftlich durch einen Kreditfonds und eine Bank ausgereicht, wobei der Kreditfonds einen Anteil von € 50 Mio. darstellte (darunter die gesamte Akquisitionsfazilität) und die restlichen € 15 Mio. durch die Bank bereitgestellt wurden.

## Zusammenarbeit zwischen Kreditfonds und Banken

Die oben beschriebenen Vorteile, die Private Debt bei Firmenfinanzierungen bieten kann, ergeben sich zum Teil aus Restriktionen, denen Banken zunehmend in ihrer Kreditvergabe unterworfen sind. Die höheren, bonitätsgewichteten Kapitalbelastungen für langfristige Kredite durch Basel III und die Anforderungen an eine längerfristige Refinanzierung der Aktivgeschäfte einer Bank durch die ebenfalls im Rahmen von Basel III eingeführte Stabile Finanzierungskennziffer (Net Stable Funding Ratio) seien hier beispielhaft genannt.

Wie die folgende Grafik zeigt, hat sich seit der Finanzmarktkrise die Kreditvergabe von Banken an europäische Firmen um € 4 Billionen reduziert. Dies ist neben dem Regulierungsdruck auch darauf zurückzuführen, dass die grenzüberschreitende Kreditvergabe innerhalb Europas, die sich über Jahrzehnte intensiviert hatte, in den vielen Banken, die unter Staatseinfluss gerieten, konsequent abgebaut wurde, da den Banken nahegelegt wurde, sich auf die Finanzierung der jeweils heimischen Wirtschaft zu konzentrieren.

All dies heißt aber nicht, dass sich Banken und Private-Debt-Fonds in der Unternehmensfinanzierung nicht ergänzen könnten. Vielmehr gilt es, die spezifischen Stärken der beiden Finanzierungsquellen in eine für den Kreditnehmer

sinnvolle Lösung zu integrieren. So leisten etwa Banken einen wichtigen Beitrag für die Gesamtabdeckung der Finanzierungserfordernisse von international agierenden Mittelständlern, indem sie Betriebsmittellinien und Avalfazilitäten zur Verfügung stellen, den nationalen und internationalen Zahlungsverkehr der Firma abwickeln oder Derivate und andere Instrumente zur Absicherung von Währungs- und Zinsrisiken anbieten können. Der Kernbeitrag des Kreditfonds wiederum liegt in seiner Fähigkeit, längerfristige Finanzierungen anzubieten, die die laufenden Kapitaldienstverpflichtungen des Mittelständlers in Zeiten von Wachstum auf die Zahlung der Zinsen beschränkt und auf die Fähigkeit des Unternehmens setzt, den Kredit bei Endfälligkeit abzulösen oder zu refinanzieren.

Kreditfonds können darüber hinaus zu einer fruchtbaren Zusammenarbeit mit Banken beitragen, indem sie Finanzierungen so strukturieren, dass Banken mit ihrem spezifischen Kreditappetit darin Platz finden.

Auch diesbezüglich ist die QSIL-Finanzierung beispielhaft. Die beiden von Kreditfonds und Bank bereitgestellten Finanzierungsabschnitte sind Senior-Fazilitäten, die untereinander prinzipiell gleichrangig sind. Allerdings hat die Bank bevorzugten Zugriff auf die Erlöse der Sicherheiten, sollte eine Verwertung ebendieser jemals notwendig werden. Dies verringert für die Bank das Kreditrisiko, führt zu einer



<sup>1</sup> Quelle: Bank for International Settlements, 31. Oktober 2016. Die Daten erfassen die Höhe ausstehender Kredite in Frankreich, Deutschland, Italien, Spanien und Großbritannien am Ende des Referenzquartals. Die Kredite werden von inländischen Banken, allen anderen Wirtschaftssektoren und ausländischen Geldgebern vergeben. Im Hinblick auf Finanzinstrumente deckt der Kredit die Kernschulden ab, definiert als Darlehen, Schuldtitel und Währungen und Einlagen.

geringeren Kapitalbelastung und erleichtert der Bank daher die Teilnahme an der Finanzierung. Zudem kann die Bank das geringere Risiko in einer entsprechend günstigeren Zinsmarge auf den von ihr bereitgestellten Teil reflektieren. Der Kreditfonds wiederum wird für sein erhöhtes Risiko mit einem entsprechenden Margenaufschlag entlohnt. Die gewichtete Zinsmarge für den Kreditnehmer wird in dieser Konstellation geringer sein als bei einer ausschließlich durch den Kreditfonds bereitgestellten Langfristfinanzierung und stellt somit einen materiellen und greifbaren Vorteil der Zusammenarbeit von Bank und Kreditfonds für das Unternehmen dar.

Aber auch ohne derartige Gestaltungen bietet die Zusammenarbeit zwischen Banken und Kreditfonds in der Firmenfinanzierung Vorteile für die Bank. Insbesondere bei Unternehmen, zu denen die Bank eine bestehende, geschäftspolitisch wichtige Beziehung hat, kann durch das Einbringen der Gestaltungsmöglichkeiten von Private Debt die Stellung der Bank in der Beziehung gefestigt werden. Zieht man in Betracht, dass Kreditfonds wie Pemberton in einzelnen Finanzierungen Beträge zwischen € 50 - € 100 Mio. darstellen können, wird deutlich, dass unter Hinzunahme der Finanzierungskapazität der Bank in vielen Fällen die vollständigen Finanzierungserfordernisse vieler Mittelständler abgedeckt werden können. In einer solchen Konstellation könnte die betreffende Bank dann das „Tagesgeschäft“ mit dem Unternehmen weitgehend auf sich vereinen, zumal Kreditfonds an derartigen Geschäften meist kein Interesse haben bzw. auch nicht aufgestellt sind, dies darzustellen.

Es gibt folglich einige Ansätze dazu, die Beziehung zwischen Banken und Kreditfonds symbiotisch zu gestalten. Unsere Hoffnung ist, dass dies unter dem Gesichtspunkt der Versorgung der deutschen Wirtschaft mit flexiblen Finanzierungsinstrumenten mit der Zeit ein spannenderes Berichtsthema für die interessierte Öffentlichkeit wird als die Frage, ob Private Debt den Banken gerade einmal wieder Marktanteile abgenommen hat oder diese „zurückgeschlagen“ haben.

Das Interesse großer Kapitalsammelstellen an Investitionen in Unternehmenskredite ist groß und wächst weiter. Manager wie Pemberton bringen ihre Erfahrung mit der Analyse und Strukturierung dieser Finanzierungen, ihre

Risikoprüfungs- und systeminfrastruktur, sowie die laufende Kreditüberwachung und das Portfolio Management ein – Ressourcen, über die die meisten Versicherungen und Pensionskassen nicht verfügen bzw. die sie nicht ökonomisch sinnvoll vorhalten können. Aus Sicht mittelständischer Unternehmen ist diese Entwicklung sicherlich sehr zu begrüßen und verdient, von allen Interessengruppen der deutschen Wirtschaft unterstützt zu werden.

---

## Kontakt



*Jürgen Breuer*  
*Geschäftsführer*  
*Pemberton Asset Management GmbH*  
*Savignystraße 43*  
*60325 Frankfurt*  
*+49 (0) 69 9760 998-10*  
*juergen.breuer@pembertonam.com*

**von David Rückel, PIA Pontis Institutional Advisors, und Thomas Mattinson, Quadrant Real Estate Advisors**

Auf der Suche nach Rendite und Stabilität bauen institutionelle Investoren den Anteil alternativer Investments in ihrem Portfolio stetig aus. Real Estate Debt Investments gewinnen an Bedeutung, da sie eine feste Verzinsung liefern und, durch Sachwerte besichert, ein attraktives Rendite-/Risikoverhältnis darstellen. Regulierungsmaßnahmen wie Basel III/IV und Dodd-Frank tragen entscheidend dazu bei, Banken und CMBS-Kreditgeber als Kapitalgeber zu Gunsten privater Gläubiger abzulösen.

Im Folgenden untersuchen wir den US Real Estate Debt Markt und seine zukünftige Attraktivität für insbesondere nicht-regulierte, bankenunabhängige, private Immobilien-Kreditgeber. Wir vergleichen diese Assetklasse mit Real Estate Equity und Fixed Income und verwenden dabei den Branchenindex Giliberto-Levy sowie Erfahrungswerte des privaten Kreditgebers Quadrant Real Estate Advisors (QREA) seit Mitte der 1990er Jahre.

Die aktuellen Marktgegebenheiten sind insofern besonders, da das Angebot an Immobilienkrediten nicht durch ein Kredit-Event zurückgeht, sondern vorwiegend durch steigende Banken-Regulierung; somit ergeben sich für private Kreditgeber attraktive Möglichkeiten, diese Kapitallücke zu füllen.

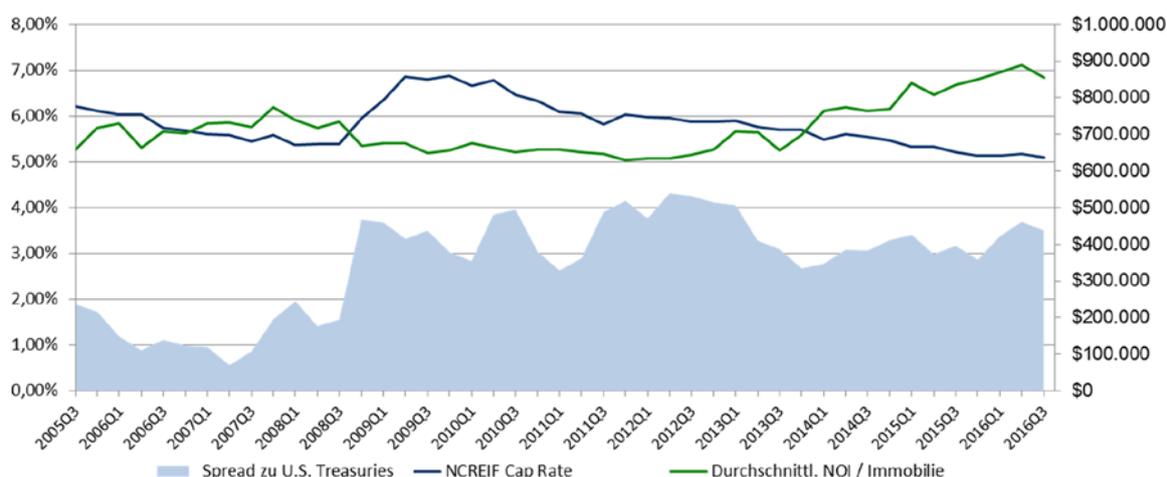
Abschließend geht dieser Beitrag darauf ein, wie Anleger eigenkapitalähnliche laufende Renditen durch US Real Estate Debt Investments erwirtschaften und gleichzeitig das Verlustrisiko reduzieren können.

## Der Markt für US-Gewerbeimmobilien

Die Aussichten für die Vereinigten Staaten von Amerika sind weiterhin positiv mit anhaltendem Wirtschafts- und Bevölkerungswachstum. Die anfängliche Unsicherheit scheint seit der Präsidentschaftswahl 2016 nachzulassen, weil die Regierung Trump trotz aller Kontroversen ausreichende Anreize für weiteres Wachstum in den nächsten Jahren erhoffen lässt. Die Unternehmensgewinne blieben 2016 stabil, im Januar 2017 lag die Beschäftigung um rund 250.000 über der Prognose von 165.000 neuen Stellen – das lässt ein anhaltendes Beschäftigungswachstum im Jahr 2017 erwarten.

Der Gewerbeimmobilienmarkt in den USA erholt sich von der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise langsam aber stetig, ähnlich wie die Gesamtwirtschaft. Sowohl Leerstandsquoten als auch Mieten und damit das Net Operating Income (NOI, Nettobetriebsergebnis) in den vier Hauptsektoren Büro, Industrie, Einzelhandel und Multi-Family (Mehrfamilien-Wohnimmobilien) verbessern sich kontinuierlich. Diese Verbesserung resultiert einerseits aus zurückhaltenden Neubauaktivitäten, u.a. ein Resultat strengerer Regulierung von Neubaufinanzierung durch Banken, und andererseits aus dem anhaltenden wirtschaftlichen Wachstum, hauptsächlich angetrieben durch technologie- und dienstleistungsorientierte Sektoren.

Abb 1: Cap-Rate und Net Operating Income (NOI)-Trend



Quelle: NCREIF

Die fundamentalen Verbesserungen haben, in Kombination mit den zunehmenden Investitionen in Sachwerte und Immobilien durch institutionelle Investoren, zu einer erfreulichen Erholung der Immobilienwerte nach dem Einbruch in der Finanzkrise geführt. Cap-Rates (Ankaufsrenditen) liegen unterhalb des Vorkrisen-Niveaus, und die Nettobetriebsergebnisse liegen im Schnitt, gemessen am NCREIF, um 10% über dem Wert von Dezember 2007 (vgl. Abb. 1).

Zwar geben historisch niedrige Cap-Rates vor allem Eigenkapitalinvestoren in Immobilien Anlass zur Sorge, dennoch besteht die Chance, dass Cap-Rates sogar bei steigenden Zinsen in den nächsten Jahren stabil bleiben. Angesichts des nach wie vor ordentlichen Spreads zu US-Staatsanleihen, etwa 300 bis 350 Basispunkte seit 2014, und der erheblichen anhaltenden Nachfrage nach Immobilien-Investments sind steigende Ankaufsrenditen mittelfristig unwahrscheinlich.

Gute Fundamentaldaten und nachvollziehbare Bewertungen machen Investitionen in US-Immobilien grundsätzlich attraktiv. Dennoch erscheint es mittel- bis langfristig unwahrscheinlich, dass Cap-Rates weiter fallen, und somit sollten keine größeren Wertzuwächse im Bereich Core-Immobilien zu erwarten sein. Die Einkommenskomponente sollte jedoch an Stabilität nicht verlieren; dennoch bleibt das Risiko bestehen, dass mittelfristig höhere Cap-Rates die Kapitalwerte bis zu einem gewissen Grad unter Druck setzen.

Vergleichbar stabile laufende Renditen aus Immobilien, die einen höheren Schutz vor Verlusten im Fall einer Marktkorrektur bieten, liefern Investitionen mittels Immobiliendarlehen.

## Historische Performance von US Real Estate Debt

US Immobiliendarlehen werden in Form von variablen oder festverzinslichen Darlehen strukturiert und finanzieren Projektentwicklungen bis hin zu Core-Objekten. Abbildung 2 vergleicht die Performance langlaufender festverzinslicher Hypothekendarlehen (Commercial Mortgage Loans) mit Unternehmensanleihen und zehnjährigen US-Staatsanleihen, den häufigsten festverzinslichen Alternativen.

Abb 2: Renditen auf U.S. Fixed-Income Alternativen

Renditen auf U.S. Fixed-Income Alternativen <small>(ca. 7-7,5 Jahre Mod. Duration)</small>				
Asset	Yield <small>(17. Jan-17)</small>	10-jährige Gesamtrendite <small>(annualisiert) (31. Dez-16)</small>	Annualisierte Standard- abweichung der 10-jährigen Gesamtrendite <small>(31. Dez-16)</small>	Creditspread (Bp.) <small>(17. Jan-17)</small>
10 Jahres-U.S. Treasury Notes <small>(Barclays UST, 7-10 J. Index)</small>	2,33%	5,44%	6,65%	N/A
Investment Grade Corporate Bonds <small>(Barclays Investment Grade Corporate Bond Index)</small>	3,29%	5,47%	6,06%	96
BBB Rated Industrial Bonds <small>(Barclays BBB Industrial Bond Index)</small>	3,67%	6,23%	6,75%	134
Commercial Mortgage Loans <sup>(1)</sup>	4,66%			233
		Gilberto-Levy Index 7,40%	3,89% 2,55%	

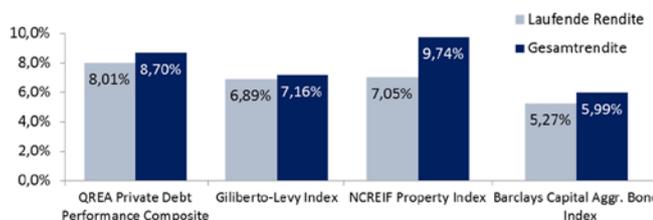
Quelle: Quadrant Real Estate Advisors eigene Berechnungen, Giliberto-Levy, Barclays

(1) Berechnung der Gesamtrendite und Standardabweichung der Commercial Mortgage Loans per 30. September 2016. Die Renditen auf Gewerbeimmobiliendarlehen und Spreads basieren auf Marktdaten von Investmentopportunitäten, die von QREA und anderen Darlehensgebern am Markt gesehen werden. Die Rendite auf Gewerbeimmobiliendarlehen repräsentiert das Äquivalent zu einer 10-Jahres-Anleihe, gewichtet nach Immobilienarten, bei 70% LTV-Darlehen.

Sowohl die Gesamtrenditen als auch die Ausschüttungsrenditen (Yield) von Hypothekendarlehen konnten alle festverzinslichen Anlagen bei signifikant niedrigerer Volatilität übertreffen – die attraktiven Creditspreads sind auch heute noch vorhanden.

Weil die Assetklasse wegen der Charakteristika des Underlyings häufig mit eigenkapitalfinanzierten Immobilien verglichen wird, verdeutlicht Abbildung 3 die relative Performance zum NCREIF-Property-Index. Sie zeigt, dass die laufenden Renditen aus Immobiliendarlehen (QREA Private Debt Performance Composite und Giliberto-Levy Index) in einem historischen Vergleich besonders überzeugend ausfallen und sogar die laufenden Renditen des NCREIF-Property-Index übertreffen bzw. ihnen nahe kommen.

Abb 3: Performance-Vergleich (Jan 1995 – Sep 2016)

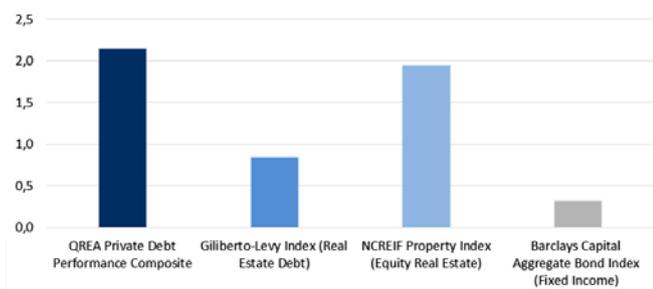


Quelle: Quadrant Real Estate Advisors eigene Berechnungen, Giliberto-Levy, NCREIF, Barclays

**Wichtiger Hinweis: Vergangene Performance ist nicht indikativ für zukünftige Renditen.**

Um diese Renditen im Vergleich zu Real Estate Equity mit einem deutlich höheren Risiko des investierten Kapitals gebührend würdigen zu können, ist ein risikoadjustierter Vergleich, gemessen an der Sharpe-Ratio wie in Abbildung 4, wichtig.

Abb 4: Vergleich der Sharpe Ratios (Jan 1995-Sep 2016)



Quelle: Quadrant Real Estate Advisors eigene Berechnungen, Giliberto-Levy, NCREIF, Barclays

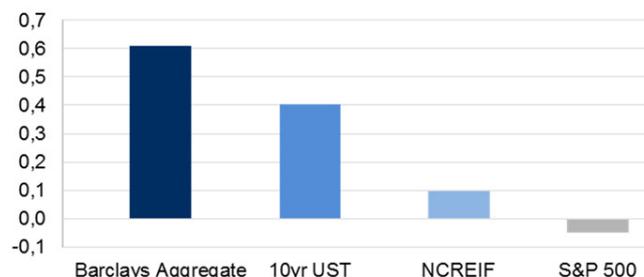
**Wichtiger Hinweis: Vergangene Performance ist nicht indikativ für zukünftige Renditen.**

Die risikoadjustierte Outperformance des QREA Private Debt Performance Composite im Vergleich zum NCREIF-Property-Index ist besonders interessant angesichts der starken Performance des NCREIF seit der Finanzkrise. Darüber hinaus ist die Outperformance im Vergleich zum Giliberto-Levy-Index ein Beleg dafür, dass man als privater Kreditgeber einige Marktrisiken vermeiden kann, indem man sich an

Investitions-Grundsätze hält, die der Gesamtmarkt nicht eins zu eins abbilden kann.

Schließlich bieten Immobiliendarlehen Diversifizierungsvorteile hinsichtlich ihrer Korrelation zu Fixed-Income (Barclays Aggregate), Real Estate Equity (NCREIF) und US-Aktien (S&P 500), wie Abbildung 5 zeigt.

Abb 5: Korrelation der vierteljährlichen Gesamtrenditen – Giliberto-Levy Index vs. andere Indizes (1995-Q3 2016)



Quelle: NCREIF, Barclays, US-Treasury, Standard & Poors

Der Giliberto-Levy-Index korreliert erwartungsgemäß leicht positiv mit Fixed-Income, weil die Bewertung von Immobiliendarlehen vom jeweiligen Zinsumfeld stark abhängt.

Obwohl die Darlehen mit Immobilien besichert sind, korrelieren diese überraschenderweise praktisch nicht mit Real Estate Equity (NCREIF).

Je näher man sich mit den Risikofaktoren von Immobiliendarlehen beschäftigt, desto mehr lohnt sich ein Blick auf die historischen Ausfall- und Verlustquoten im Vergleich mit anderen Fixed-Income Anlagen. Ausfallquoten der QREA Gewerbeimmobilien Darlehen lagen im Durchschnitt deutlich niedriger als die von Unternehmensanleihen (vgl. Abbildung 6). Zusätzlich sind die Rückflussquoten auf ausgefallene Immobiliendarlehen mit 85% deutlich höher, weil sie mit einem Substanzwert unterlegt sind, und den Kreditgebern beim Ausfall wesentliche Kontroll- bzw. Verwertungsmöglichkeiten zustehen. Deshalb liegen auch langfristig die durchschnittlichen jährlichen Verlustquoten deutlich unter denen von Unternehmensanleihen.

In jedem Fall muss die Managementqualität und Immobilienexpertise des Kreditgebers vorhanden sein, um bei Ausfällen durch die mögliche Verwertung der Immobilie oder Umstrukturierung des Darlehens Verluste zu minimieren.

**Abb 6: Vergleich historischer Ausfall- und Verlustraten**

	Ausfallraten (langfr. Durchschnitt)	Rückflussquoten (langfr. Durchschnitt)	Jährliche Verlustraten (langfr. Durchschnitt)
QREA Gewerbeimmobiliendarlehen	0,07% <sup>(1)</sup>	85% <sup>(2)</sup>	0,01% <sup>(3)</sup>
Investment Grade Corporate Bonds	0,15% <sup>(4)</sup>	40% <sup>(5)</sup>	0,06% <sup>(6)</sup>

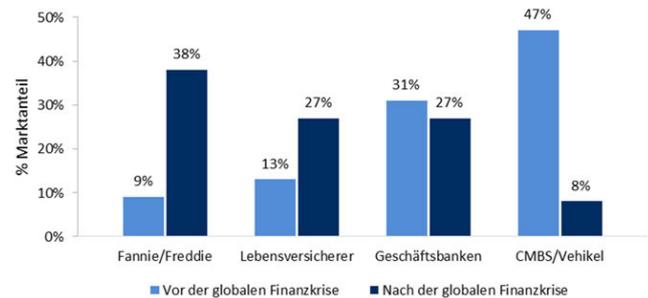
Quelle: *Quadrant Real Estate Advisors eigene Berechnungen, Moodys*

- (1) QREA Ausfallraten (langfr. Durchschnitt): 1995-2016
  - (2) QREA Rückflussquoten (langfr. Durchschnitt): 1995-2016
  - (3) QREA Verluste: 1995-2016
  - (4) Moodys Annual Issuer Weighted Average Corporate Default Rates 1920-2015
  - (5) Moodys Average Unsecured Bond Recovery Rates 1983-2015
  - (6) Moodys Average Annual Credit Loss Rates 1982-2015
- Anmerkung: (1)-(3) beziehen sich auf USD 17 Mrd. Immobilienkreditvergabe durch Quadrant Real Estate Advisors (QREA)

## Aktuelles Marktumfeld: Angebot und Nachfrage

Die Attraktivität der Assetklasse für nicht-regulierte Kreditgeber erhält zusätzlichen Aufschwung durch die bereits erwähnte nicht-kreditinduzierte Verschiebung im Kapitalzufluss. Die Kapitalzuflüsse von Bankenseite in den USA reduzieren sich wegen des erhöhten Regulierungsdrucks durch Basel III, die Federal Reserve und die FDIC. Dieser Druck manifestiert sich in Form von Kapitalengpässen bei höheren LTVs, besonders bei Krediten für Projektentwicklungen und im Bereich Multi-Family. Zusätzlich trat im Dezember 2016 der Dodd-Frank-Act in Kraft, der von CMBS-Kreditgebern bei Neuemissionen den Einbehalt von 5% der Wertpapiere über fünf Jahre erfordert. Dadurch sank das Angebot an CMBS-Kapital deutlich, und zwar bereits bevor das Erfordernis eintrat (Abbildung 7).

**Abb 7: Vergabevolumen nach Art des Darlehensgebers**



Quelle: *MBA Survey of Commercial/Multifamily Originations, Morgan Stanley Research, Pre-GFC: Q207 Post-GFC: Q316*

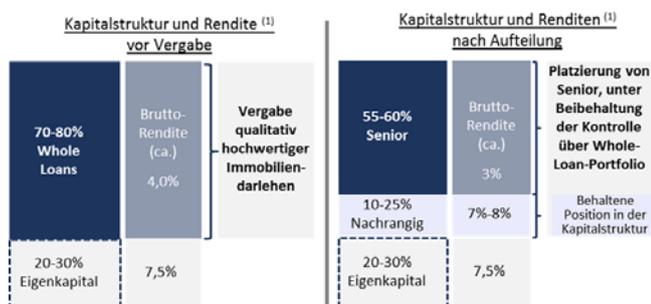
Diese Angebotsverschiebung geschieht zu einer Zeit, in der die Nachfrage nach Gewerbeimmobiliendarlehen ungebrochen stark ist. Während das Transaktionsvolumen in US-Gewerbeimmobilien vom Höchststand 2015 wieder leicht abgesackt ist, bleibt es robust wegen der relativen Attraktivität für in- und insbesondere verstärkt auch ausländische Investoren. Neben der Finanzierung von neuen Transaktionen werden über USD 1 Billion an Darlehen – in einem Markt mit einem Gesamtvolumen von USD 3,4 Billionen – zwischen 2017 und 2019 fällig und suchen Anschlussfinanzierungen. Die Dynamik von Angebot und Nachfrage ermöglicht Kreditgebern, stabile oder steigende Zins-Kupons durchzusetzen und gleichzeitig Underwriting-Standards einzuhalten.

## Marktchance: Eigenkapitalähnliche Renditen mit Immobiliendarlehen

Ein LTV von 80% und Brutto-Renditen von rund 4,5% auf zehnjährige Immobiliendarlehen mögen für US-Lebensversicherungen im Vergleich zu Unternehmenanleihen und anderen festverzinslichen Anlagen attraktiv sein. Für US-Pensionskassen und ausländische Investoren reicht dies jedoch nicht aus. Der Zugang zum Markt hochwertiger Immobiliendarlehen steht diesen Investoren jedoch offen, wenn sie solche Darlehen vergeben und eine vorrangige bzw. Senior-Position in der Kapitalstruktur bei z.B. einer US-Versicherung platzieren. So lassen sich höhere Renditen auf dem verbleibenden nachrangigen Teil erzielen, ohne das Risiko wesentlich zu steigern. Die in diesem Fall beschriebene US-Versicherung übernimmt die Senior-Position zu einem niedrigeren Zins

(etwa 3,5% bei einem LTV von bis 60%), so dass der nachrangige bzw. Junior-Teil (60-80% LTV) dann mit rund 7-8% verzinst wird. Abbildung 8 zeigt die Gesamtkapitalstruktur und das Renditeprofil eines Festzinsdarlehens, das in einen Senior- und einen Junior-Teil getrennt wird, ohne das Basisrisiko des Darlehens zu erhöhen.

**Abb 8: Beispielhafte Kapitalstruktur und Renditeprofil bei Aufteilung des Darlehens**



Quelle: *Quadrant Real Estate Advisors eigene Berechnungen*

(1) Kapitalstruktur und Renditen bilden ein Beispiel zu Illustrationszwecken. Die eigentliche Kapitalstruktur und Renditen können hiervon abweichen

Dabei darf nicht außer Acht gelassen werden, dass die oben erwähnten Renditen mit Festzinsdarlehen erzielt werden und durch Core-Immobilien besichert sind. Werden solche Darlehen adäquat strukturiert, können sie Wirtschafts- und Immobilienzyklen gut überdauern. Ein wesentlicher Erfolgsfaktor für das Management solcher Darlehen ist, die Kontrolle über das gesamte Darlehensportfolio durch s.g. Inter-Creditor Agreements (Vereinbarungen zwischen den Gläubigern) zu sichern. Wie oben beschrieben resultieren die niedrigen Verlustquoten bei notleidenden Krediten aus aktivem Management der Darlehen bzw. der Verwertung von Immobilien. Neben dem laufenden Asset Management der Darlehen belassen Inter-Creditor Agreements die notwendige Kontrolle beim Nachrang-Gläubiger, um entsprechende Maßnahmen umzusetzen.

Das obige Beispiel zeigt, dass durch die Vergabe von Darlehen auf Core-Objekte bei Einbehalt des Nachrang-Teils eigenkapitalähnliche Ausschüttungsrenditen möglich

sind. Bei einem Eigenkapital-Anteil von 20% ist man als Kreditgeber von Wertverlusten abgesichert, solange der Wert der Immobilie nicht dauerhaft unter 80% fällt. Auch ein kurzfristiger Riss des Beleihungswertes muss nicht zwingend zum Ausfall führen, wenn Zins und Tilgung durch den Schuldner geleistet werden können.

## Immobilienkredit unter Solvency II

Für europäische Versicherungsunternehmen sind die Basic Solvency Capital Requirements („BSCR“) nach Solvency II für Immobilienkredit besonders attraktiv. Grundsätzlich fordert Solvency II eine Unterlegung von mindestens 25% bei Eigenkapital-Immobilienanlagen ohne Fremdkapital. Darüber hinaus setzen die meisten Immobilien-Eigenkapitalstrategien zusätzlich auf einen Hebel, so dass der BSCR, abhängig von der Beleihungsquote, ansteigt. Bei Anlagen in Immobilienkredit liegt der BSCR, je nach Ausgestaltung des zugrundeliegenden Darlehensportfolios, deutlich niedriger und beträgt meist zwischen 5 und 15%. In jedem Fall lösen Investitionen in USD zusätzlichen BSCR von 25% aus. Die meisten Investoren mit Nicht-Dollar-Verbindlichkeiten dürften ihre Position hedgen, um diese zusätzliche Belastung und das Währungsrisiko ihres Portfolios zu reduzieren. Das Hedgen eines Portfolios mit festen Ausschüttungsrenditen, wie es Anlagen in Fremdkapital meist darstellen, erlaubt ein effizienteres Overlay-Management und reduziert generell so die Kosten des Hedges.

## Zusammenfassung

Die Absicherung vor Verlusten und die daraus resultierende starke Kreditqualität, die Investmentmanager in Form von Immobilienkreditfonds Investoren zugänglich machen, ist besonders attraktiv, da diese zusätzlich durch Sachwerte besichert sind. Investitionen in Immobiliendarlehen profitieren von einer Kombination aus solider Besicherung, hohen laufenden Renditen sowie zusätzlichen Diversifikationsvorteilen auf Portfolioebene. Mit Nachrangdarlehen, die dem Kapitalgeber überwiegende Kontrolle über das gesamte Darlehen einräumen, können eigenkapitalähnliche Renditen erwirtschaftet werden bei zusätzlicher Absicherung der Downside. Dieser Aspekt macht die Assetklasse so attraktiv, vor allem für US-Pensionskassen und internationale Investoren, die Zugang zum US-Immobilienmarkt suchen. Deutlich niedrigere Anforderungen in Bezug auf Eigenkapitalhinterlegung bieten Solvency II-Investoren zusätzliche Vorteile. Nicht nur die Kreditvergabe, sondern auch die Fähigkeit, das Darlehensportfolio durch unterschiedliche Zyklen aktiv zu managen, sind die wichtigsten Erfolgsfaktoren für Real Estate Debt Investments.

---

## Kontakt



*David Rückel*  
*Managing Partner*  
*PIA Pontis Institutional Advisors*  
*+49 (89) 12223 8961*  
*david.rueckel@pia-pontis.com*



*Thomas Mattinson*  
*Executive Vice President and*  
*Senior Member*  
*Quadrant Real Estate Advisors*  
*+1 (770) 752-6714*  
*tmattinson@quadrantrea.com*

## Ausgewählte Fragen im Steuerrecht und zivilrechtliche Anpassungen als Folge des neuen Gesetzes

von **Caroline Müller und Dr. Christian Prasse,**  
**Baumgartner & Partner**

### Einleitung

Am 01.01.2018 wird die im Juli 2016 verabschiedete Investmentsteuerreform in Kraft treten, die die Besteuerung von (Publikums-)Investmentfonds völlig neu gestaltet und auch einige Änderungen für Spezial-Investmentfonds mit sich bringt. Gesetzgeberischer Hintergrund der Reform waren u.a. europarechtliche Vorgaben durch ein Urteil des Europäischen Gerichtshofs (EuGH, Urteil vom 9.12.2015 – C-595/13, Staatssecretaris van Financiën gegen Fiscale Eenheid X NV cs), bei dem es um die Gleichbehandlung von inländischen und ausländischen Fonds ging. Ferner sollten die Gestaltungsanfälligkeit und die Komplexität des bestehenden Systems reduziert werden. Das Gesetz wurde im Bundesgesetzblatt Jahrgang 2016 Teil I Nr. 36 vom 26. Juli 2016, Seite 1730 ff., veröffentlicht.

Dieser Beitrag widmet sich ausgewählten Fragen, die der Gesetzestext in steuerlicher und praktischer Hinsicht aufwirft und der Skizzierung der zivilrechtlichen Konsequenzen der geänderten steuerlichen Bestimmungen bei Spezial-Investmentfonds.

### I. Definition des Spezial-Investmentfonds

Spezial-Investmentfonds im Sinne des neuen Investmentsteuergesetzes (im Folgenden abgekürzt als „InvStG n.F.“) sind Investmentfonds, die nach § 15 Abs. 2 und 3 InvStG n. F. die Voraussetzungen für eine Gewerbesteuerbefreiung erfüllen und in der Anlagepraxis nicht wesentlich gegen die Anlagebestimmungen des § 26 InvStG n. F. verstoßen. Die Anforderungen entsprechen weitgehend den bisherigen gesetzlichen Bestimmungen. Teilweise enthält § 26 InvStG n. F. jedoch Verschärfungen. Beispielsweise ist zwingende Voraussetzung, dass der Anleger die Anteile mindestens einmal jährlich zurückgeben kann. Eine Börsennotierung der Anteile reicht nicht mehr aus. In der Regel sind Spezial-

Investmentfondsanteile nicht börsennotiert, so dass diese Einschränkung praktisch nicht ins Gewicht fallen dürfte. Die portfoliobezogenen Anforderungen sind in § 26 Ziffer 4 InvStG n.F. geregelt. Gegenüber der bisherigen Rechtslage ist der Wertpapierbegriff stark eingeschränkt worden. Wertpapiere sind nur dann erwerbzbare Wirtschaftsgüter, wenn sie den §§ 193 oder 198 KAGB entsprechen. Bei bestehenden Spezial-Investmentfonds könnte diese Einschränkung ggf. kritisch sein, falls die 10%-Schmutzgrenze nicht ausreichend ist und vertragliche Verpflichtungen bestehen.

Hinzu kommen wie bisher anlegerbezogene Anforderungen (§ 26 Ziffer 5 ff. InvStG n.F.), insbesondere dürfen – wie nach bisherigem Recht – maximal 100 Anleger in dem Fonds als Investoren sein. Die Anleger dürfen keine natürlichen Personen sein. Gem. § 26 Ziffer 8 Satz 1 InvStG n.F. gilt dies neu auch für mittelbar über eine Personengesellschaft beteiligte natürliche Personen. Eine Ausnahme gilt für im Betriebsvermögen einer natürlichen Person gehaltene Anteile. Für bereits bestehende Fonds-Strukturen gibt es einen zeitlich beschränkten Bestandsschutz für mittelbare Beteiligungen natürlicher Personen über eine Personengesellschaft – je nach Zeitpunkt des Erwerbs der Beteiligung – bis 1.1.2020 oder 1.1.2030.

Die Anlage-Bedingungen des Spezial-Investmentfonds müssen gemäß § 26 Ziffer 9 InvStG n. F. ein Sonderkündigungsrecht für den Fall des Überschreitens der zulässigen Anlegerzahl oder bei Beteiligung von nicht zulässigen Anlegern i. S. d. § 26 Ziffer 8 Satz 2 InvStG n.F. beinhalten. Um die Anlegerzahl und Zusammensetzung des Anlegerkreises überwachen zu können, muss der gesetzliche Vertreter des Spezial-Investmentfonds ein Anteilsregister über die unmittelbar und mittelbar über Personengesellschaften beteiligten Anleger führen. Die beteiligten Personengesellschaften sind zur Mitwirkung verpflichtet und müssen ihre Gesellschafter gegenüber dem Spezial-Investmentfonds offenlegen. Wenn der Spezial-Investmentfonds Kenntnis von einem Verstoß gegen § 26 Ziffer 6 InvStG n. F. erhält, muss er unverzüglich sein Sonderkündigungsrecht ausüben oder sonstige Maßnahmen ergreifen, um die zulässige Anlegerzahl und Anlegerzusammensetzung wiederherzustellen (vgl. § 28 InvStG n. F.).

Ein solches Sonderkündigungsrecht dürfte bei vielen bestehenden Strukturen bisher nicht existieren. Daher soll im

folgenden Abschnitt auf zivilrechtliche Änderungsmöglichkeiten der Anlagebestimmungen eingegangen werden.

## II. Zivilrechtliche Folgen der Investmentsteuerreform

Bei neuen Spezial-Investmentfonds, auch bei Gründung vor Inkrafttreten des InvStG n. F., ist es ratsam, von vornherein die neuen Anlagebestimmungen zu beachten und auch ein Sonderkündigungsrecht i. S. d. § 26 Ziffer 9 InvStG n. F. aufzunehmen, da dies ab 2018 Voraussetzung für den Status als Spezial-Investmentfonds ist.

Fraglich ist, wie zivilrechtlich eine Anpassung der Anlagebestimmungen von bestehenden Strukturen möglich ist.

Als Rechtsform für inländische Spezial-Investmentfonds kommen gemäß § 27 InvStG n.F. nur Sondervermögen und Investmentaktiengesellschaften in Betracht. Ausländische Spezial-Investmentfonds sind nicht in § 27 InvStG geregelt, daher sind alle ausländischen Rechtsformen mit Ausnahme von Personengesellschaften<sup>1</sup> zulässig. Die folgenden Ausführungen betreffen inländische Fondsstrukturen.

Inländische Spezial-Investmentfonds unterliegen ebenso wie Publikumsfonds dem Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) sowie der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), sind jedoch weniger reguliert. Außerdem darf mit Einverständnis der Anleger von einer Vielzahl gesetzlicher Vorschriften abgewichen werden. Fondsgesellschaft und Anleger können also vertraglich festlegen, dass für den Spezialfonds bestimmte gesetzliche Vorgaben nicht oder nur in abgewandelter Weise gelten.

Um den steuerlichen Status als Spezial-Investmentfonds ab dem 01.01.2018 beibehalten zu können, ist es bei bestehenden Fonds notwendig, die vertraglichen Grundlagen anlässlich der Gesetzesänderungen anzupassen, wofür gleichwohl die Zustimmung der Anleger und bei Aktiengesellschaften das notwendige Stimmquorum von mindestens 75 Prozent erforderlich ist (§ 179 Abs. 2 AktG).

Problematisch dürfte dies nur dann sein, wenn an einem Spezial-Investmentfonds Anleger mit verschiedenen steuerlichen

Interessen beteiligt sind und das notwendige Stimmquorum für eine Anpassung der Anlagebestimmungen nicht erreicht wird. Dann stellt sich die Frage, ob man einzelnen steuer-schädlichen Anlegern zwangsweise die Anteile entziehen kann, wenn einzig die Gesetzesänderung an der Situation schuld ist, den betroffenen Anleger jedoch keinerlei Verschulden im Rechtssinne trifft.

Solche Gedanken wird man nur dann verfolgen können, wenn Grundlage des Fonds die ertragsteuerliche Behandlung nach den Regelungen für Spezial-Investmentfonds ist.

Der betroffene Anleger hat eine grundrechtlich geschützte Rechtsposition, so dass er in Anlehnung an die Squeeze-out-Fälle des Aktienrechts in jedem Fall Anspruch auf Vergütung des vollen Werts seiner Beteiligung hat. Die Frage ist vielmehr, wie es rechtstechnisch und materiell-rechtlich sauber zu lösen ist. Unseres Erachtens bietet sich das Rechtsinstitut des Wegfalls der Geschäftsgrundlage (§ 313 Abs. 1 BGB) an. Da sich das Vertragsverhältnis an die geänderte Rechtslage nicht anpassen lässt, bleibt nur das Ausscheiden des konkreten Anlegers, der daneben aus seiner Treuepflicht gegenüber den anderen Anlegern zum Mitwirken am Ausscheiden verpflichtet sein dürfte. Es empfiehlt sich jedoch zur Vermeidung von Rechtsunsicherheiten, vertragliche Regelungen zu schaffen, die den Anlegern, die durch die negativen steuerlichen Folgen belastet wären, einen vertraglichen Anspruch geben, den steuerschädlichen Anleger zum Ausscheiden zu zwingen.

Zivilrechtliche Folge von gesetzlichen Änderungen im Regulierungsrecht ist zunächst die Anpassung an das zwingende Recht, soweit dies faktisch und praktisch möglich ist. Eine zivilrechtlich zwingende Notwendigkeit der Anpassung der Anlagebestimmungen dürfte i. d. R. nicht einschlägig sein, da die einzige Folge von Anlagebestimmungen, die nicht § 26 InvStG n. F. entsprechen, in den meisten Fällen eine steuerliche Behandlung als normaler Investmentfonds wäre.

Sollten sich unterschiedliche steuerliche Anlegerinteressen nicht unter einen gemeinsamen „Hut“ bringen lassen, kann unter Umständen dem Fondsmanagement nichts anderes übrig bleiben, als den Fonds aufzulösen (die Auflösung des Fonds einzuleiten) und das Verwaltungsmandat schnellstmöglich zu kündigen. Jedoch ist das ordentliche Kündigungsrecht wegen der Veröffentlichungspflicht fak-

<sup>1</sup> Vgl. § 1 Abs. 3, Nr. 2 InvStG n. F.

tisch mit einer Frist von mehr als sechs Monaten behaftet. Bei Auflösung des Fonds steht den Anlegern ein Liquidationsanspruch zu.

Das KAGB schließt aber auch das Recht einer außerordentlichen Kündigung aus § 314 BGB nicht aus. Die Kündigung muss dann gegenüber allen Anlegern erfolgen. Das Fondsmanagement ist nicht berechtigt, das Verwaltungsmandat nur einzelnen Anlegern gegenüber zu kündigen. Ob diese Möglichkeit zur Kündigung aus wichtigem Grund auch bei steuerlichen Nachteilen besteht, die aufgrund einer Gesetzesänderung in Deutschland für einzelne Anleger auf der Ebene der Anleger erfolgt, ist zu bezweifeln. Eher wird man dem betroffenen Anleger auch bei einer längeren Mindestbindungszeit die Rückgabe seiner Anteile ermöglichen müssen.

Es ist daher sinnvoll, die Fondsbedingungen bzw. bei Aktiengesellschaften die Satzung bestehender Strukturen zeitnah zu überprüfen, um rechtzeitig erforderliche Anpassungen vornehmen zu können. Ferner halten wir Vergleichsrechnungen für sinnvoll, um zu überprüfen, welches Steuerregime für die Anleger insgesamt am vorteilhaftesten ist.

### III. Ausgewählte steuerrechtliche Fragen und praktische Herausforderungen

Spezial-Investmentfonds werden (weiterhin) semi-transparent besteuert; nicht alle Einkünfte werden dem Anleger zugerechnet, eine gesetzliche Anordnung ist die Voraussetzung. Auch wenn bei der steuerlichen Behandlung von Spezial-Investmentfonds vieles beim Alten bleibt, stellen sich zahlreiche Fragen, von denen nachfolgend nur einige ausgewählte Fragestellungen behandelt werden:

#### Übergang zum neuen Recht und bestehende Verlustvorträge auf Fondsebene

Beim Übergang vom aktuellen Recht zum neuen Investmentsteuerrecht gelten auch Spezial-Investmentanteile nach § 56 Abs. 2 InvStG n. F. als zum 31.12.2017 (fiktiv) veräußert und am 01.01.2018 wieder angeschafft. Eine Besteuerung des Veräußerungsergebnisses beim Anleger erfolgt jedoch erst bei einer späteren tatsächlichen Veräußerung. Im Zusammenhang mit der fiktiven Veräußerung ist unseres Erachtens nicht eindeutig, ob vorhandene Verlustvorträge bei Spezial-Investmentfonds auf Fondsebene untergehen oder weitergeführt

werden können. Gemäß § 41 Abs. 2 Satz 3 InvStG n. F. verfallen die auf Ebene des Spezial-Investmentfonds anteilig gebildeten Verlustvorträge, wenn der Anleger seinen Anteil veräußert. Aus der Gesetzesbegründung<sup>2</sup> geht nicht hervor, ob dies auch für die fiktive Veräußerung zum 31.12.2017, mithin vor Inkrafttreten des neuen InvStG, gelten soll. Unseres Erachtens dürften die Verlustvorträge fortgeführt werden, da § 56 Abs. 2 InvStG n. F. lediglich der Ermittlung der Bemessungsgrundlage auf Anlegerebene nach den bis zum 31.12.2017 geltenden Regelungen dient.<sup>3</sup>

#### Wahl des Besteuerungsregimes

Ein Fonds, der die Anlagebestimmungen eines Spezial-Investmentfonds erfüllt, gilt steuerlich nicht zwangsläufig als Spezial-Investmentfonds. Der (eigentliche) Spezial-Investmentfonds kann sich auch als normaler Investmentfonds behandeln lassen. Daher sollte unseres Erachtens eine Vorteilhaftigkeitsberechnung erstellt werden, welches Besteuerungssystem für die Mehrheit der Anleger günstiger ist. Wenn z. B. die Transparenzoption bei Einkünften mit Steuerabzug geltend gemacht wird, dann entscheidet sich der Fonds unwiderruflich dafür, steuerlich ein Spezial-Investmentfonds zu sein<sup>4</sup>. Sollten zu einem späteren Zeitpunkt die Voraussetzungen eines Spezial-Investmentfonds entfallen, dann ist steuerliche Konsequenz eine fiktive Veräußerung der Anteile. Die festgesetzte Steuer gilt nach § 52 Abs. 2 InvStG n. F. bis zur tatsächlichen Veräußerung als zinslos gestundet. Sofern der Fonds weiterhin unter den Anwendungsbereich des InvStG n. F. fällt, gilt nach § 52 Abs. 3 InvStG n. F. zeitgleich ein Anteil an einem Investmentfonds als neu angeschafft.

#### Transparenzoption(en)

Auf Ebene des Spezial-Investmentfonds besteht grundsätzlich der gleiche Besteuerungsumfang wie bei Investmentfonds. D. h. inländische Beteiligungseinkünfte, inländische Immobilieneinkünfte und sonstige inländische Einkünfte i. S. d. § 49 EStG sind körperschaftsteuerpflichtig mit 15% inkl. Solidaritätszuschlag für Einkünfte mit Steuerabzug und 15% zzgl. Solidaritätszuschlag für zu veranlagende Einkünfte.

Die Körperschaftsteuerpflicht für inländische Einkünfte

<sup>2</sup> BT-Drucksache 18/8045, S. 112, zu § 41 Abs. 2 InvStG n. F.

<sup>3</sup> BT-Drucksache 18/8045, S. 124, zu § 56 Abs. 2 InvStG n. F.

<sup>4</sup> BT-Drucksache 18/8045, S. 94, zu § 24 InvStG n. F.

mit Steuerabzug entfällt gemäß § 30 InvStG n. F., wenn der Spezial-Investmentfonds gegenüber dem Entrichtungsverpflichteten, d. h. in der Regel gegenüber der Verwahrstelle, unwiderruflich erklärt, dass die Steuerbescheinigungen gemäß § 45a Abs. 2 EStG auf die Anleger des Spezial-Investmentfonds ausgestellt werden sollen. In diesem Fall sind die steuerlichen Verhältnisse der jeweiligen Anleger für den Steuerabzug maßgeblich. Es wird durch den Fonds auf den Anleger durchgeschaut (Transparenz). Der Entrichtungsverpflichtete hat damit z. B. Nichtveranlagungsbescheinigungen und Statusbescheinigungen der bis zu hundert Fondsanleger bei jedem einzelnen relevanten Ertrag zu beachten. Hierzu sind auf Ebene der Verwahrstelle bzw. bei ausländischen Fonds auf Ebene der letzten inländischen Zahlstelle (z. B. Clearstream Banking Frankfurt) Informationen erforderlich, die bisher nicht vorliegen. Es müssen völlig neue Prozesse aufgesetzt und implementiert werden. Dabei darf bezweifelt werden, dass die erforderlichen Anlegerinformationen rechtzeitig bei Ertragszufluss für eine Abstandnahme vorliegen. Wir gehen davon aus, dass zunächst ein genereller Einbehalt von 25% Kapitalertragsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag erfolgen wird, und dann in Zusammenhang mit der Ausstellung der Einzelsteuerbescheinigung eine anteilige Erstattung durchgeführt wird. Aus Sicht des Entrichtungsverpflichteten, der vorrangig für eine zu niedrige Kapitalertragsteuer haftet, macht es unseres Erachtens Sinn, für jeden relevanten Ertragszufluss eine Bestätigung der Fondsgesellschaft über die Anlegerzusammensetzung zu verlangen, bzw. eine Bestätigung einzuholen, dass sich keine Veränderungen ergeben haben.

Diese Prozesse werden noch komplexer, wenn bei Dach-Spezial-Investmentfonds/Spezial-Investmentfonds-Konstellationen nach § 30 Abs. 4 InvStG n.F. ein Durchschauen notwendig sein soll.

Bei ausländischen Fonds wird der anlegerindividuelle Steuerabzug ebenfalls mit besonderen Herausforderungen verbunden sein, da die letzte inländische Zahlstelle nur eine Vertragsbeziehung zur Depotbank (= ausländische Verwahrstelle) des ausländischen Spezial-Investmentfonds unterhält und nicht mit dem Spezial-Investmentfonds selbst. Die Deutsche Kreditwirtschaft (DKW) hat hierzu das Bundesministerium der Finanzen (BMF) um Klarstellung gebeten, ob die letzte inländische Zahlstelle generell 25% Kapitalertragsteuer zzgl.

Solidaritätszuschlag bei Zahlung von steuerabzugsrelevanten Erträgen ins Ausland abzuziehen hat oder Statusbescheinigungen von Investmentfonds mit ausländischer Verwahrstelle zu berücksichtigen sind. Ferner sieht die DKW dringenden Reparaturbedarf des Gesetzes im Hinblick auf den Steuerabzug bei Spezial-Investmentfonds<sup>5</sup>. Allerdings wird der für Februar angekündigte Entwurf eines Anwendungsschreibens zum Investmentsteuerreformgesetz zunächst nicht auf die Thematik der Spezial-Investmentfonds eingehen.

Der Entrichtungsverpflichtete hat Einzelsteuerbescheinigungen für jeden dem Steuerabzug unterliegenden Ertrag auszustellen. Die Einzelsteuerbescheinigung erfolgt für alle bei Ertragszufluss beteiligten Anleger gemeinsam. D. h. es sind gemäß § 31 Abs. 1 InvStG n.F. alle Anleger mit Namen, Anschrift, Beteiligungshöhe und Anteil an der Kapitalertragsteuer ersichtlich. Jeder Anleger erhält somit Informationen über die übrigen Anleger. Für die Anrechnung/Erstattung der Kapitalertragsteuer auf Anlegerebene genügt eine vervielfältigte Ausfertigung der Originalbescheinigung<sup>6</sup>.

Bei Abstandnahme vom Steuerabzug oder Erstattung hat der Spezial-Investmentfonds die Beträge nach § 31 Abs. 3 InvStG n. F. an die jeweiligen Anleger auszuzahlen, bei denen die Voraussetzungen für eine Abstandnahme oder Erstattung vorliegen. Dabei ist vom regulären Kapitalertragsteuersatz von 25% zzgl. Solidaritätszuschlag auszugehen. Die Auszahlung an die begünstigten Anleger kann in Geld oder in Form von neuen Anteilen an dem Spezial-Investmentfonds erfolgen<sup>7</sup>.

Zur Vermeidung von Steuerumgehungen der Dividendenbesteuerung ist nach § 31 Abs. 3 InvStG n. F. die Anrechnung der Kapitalertragsteuer auf Ebene des jeweiligen Anlegers davon abhängig, dass der Spezial-Investmentfonds die Voraussetzungen des § 36a EStG erfüllt.

Die Ausübung der sogenannten Transparenzoption wird vom Gesetzgeber als Regelfall angenommen.

<sup>5</sup> Vgl. Schreiben der Deutschen Kreditwirtschaft vom 10. Oktober 2016 an das Bundesministerium der Finanzen bzgl. weitere Umsetzungsfragen zum Investmentsteuergesetz.

<sup>6</sup> BT-Drucksache 18/8045, S. 100, zu § 31 Abs. 1 InvStG n. F.

<sup>7</sup> BT-Drucksache 18/8045, S. 100, zu § 31 Abs. 2 InvStG n. F.

Unklar ist derzeit, wie der Begriff „unwiderruflich“ in § 30 Abs. 1 InvStG n. F. zu interpretieren ist: Ob auf den jeweiligen Ertrag abzustellen ist, das Geschäftsjahr des Spezial-Investmentfonds oder auf eine unbegrenzte Zeit. Sollte letzteres der Fall sein, dann ist zu überlegen, ob ein Wechsel zur Körperschaftsteuerpflicht auf Fondsebene ggf. beim Anleger eine (fiktive) Veräußerung und Neuanschaffung der Fondsanteile auslöst.

Auch für die inländischen Immobilienerträge und sonstigen inländischen Einkünfte ohne Steuerabzug hat der Spezial-Investmentfonds ein Wahlrecht, zur Transparenz zu optieren. Hierfür ist es erforderlich, dass der Spezial-Investmentfonds Kapitalertragsteuer nach § 50 InvStG n. F. einbehält. Die beiden Wahlrechte können unabhängig voneinander ausgeübt werden. Die Ausübung des Wahlrechts zur Transparenzoption für Einkünfte ohne Steuerabzug ist unseres Erachtens für jedes Geschäftsjahr neu möglich<sup>8</sup>.

Unabhängig von der Ausübung der Transparenzoption besteht für Spezial-Investmentfonds nach § 51 InvStG n. F. eine generelle Pflicht zur gesonderten und einheitlichen Feststellungserklärung der Besteuerungsgrundlagen. Bei einem ausländischen Spezial-Investmentfonds, an dem nur ausländische Anleger beteiligt sind, gilt die Feststellungspflicht nur hinsichtlich der inländischen Einkünfte.

## IV. Fazit

Grundsätzlich ist festzuhalten, dass die durch die Steuergesetzgebung vorgegebenen Anlagebestimmungen für einen Spezial-Investmentfonds im Sinne des Deutschen Investmentsteuergesetzes wesentlich strenger sind, als für übrige Investmentfonds.

Zivilrechtlich sind die neuen Bestimmungen bei neuen Strukturen durch die Beachtung der gesetzlichen Vorgaben sicher zu gestalten. Werden bei bestehenden Strukturen Abweichungen der Anlagebestimmungen zum InvStG n.F. festgestellt, ist zu prüfen, wie der Fonds oder einzelne Anleger zivilrechtlich reagieren können.

Steuerlich sind für die Umsetzung der Transparenzop-

tion bei Einkünften mit Steuerabzug neue Strukturen zur Weiterleitung von Anlegerinformationen an den Entrichtungsverpflichteten der Kapitalertragsteuer erforderlich.

Die erstmalige unwiderrufliche Geltendmachung des Status als Spezial-Investmentfonds sollte zudem erst nach einer steuerlichen Vergleichsrechnung der beiden Besteuerungssysteme erfolgen.

---

## Kontakt



*Caroline Müller*



*Dr. Christian Prasse*

**BAUMGARTNER & PARTNER**  
**PARTG MBB**  
**STEUERBERATER RECHTSANWALT**  
*Bockenheimer Landstraße 51-53*  
*D – 60325 Frankfurt*  
*+49 69 71 67 377 0*

*Caroline.mueller@baumgartnerpartner.com*  
*Christian.prasse@baumgartnerpartner.com*

---

<sup>8</sup> BT-Drucksache 18/8045, S. 101, zu § 33 Abs. 1 InvStG n. F.

**27. Feb  
-  
2. März**

## SuperReturn International 2017 Berlin

10% Rabatt für BAI-Mitglieder

### Where Global PE & VC Investors Gather and the Deals Happen

Attend the 20th annual SuperReturn International, the world's leading private equity and venture capital conference. Do not miss your chance to...

- Meet more than **2000 senior industry practitioners**
- Interface personally with **450+ powerful LPs**
- Hear from an incomparable line-up of **375+ industry heavyweight speakers**
- **View the delegate list** & arrange invaluable meetings ahead of time

The 2017 agenda boasts brand new formats, illicit candid discussions, brilliant incidental networking, engaging conversations - and insights that are well worth your time. Do not miss it!

**20. - 23.  
März**

## Infrastructure Investor Global Summit Berlin

10% Rabatt für BAI-Mitglieder

Infrastructure Investor Global Summit week is the place to take the temperature of the entire global infrastructure community in Berlin 20-23 March. Hear from keynote speakers; **GIP Chairman, Co-Founder of Zipcar and Buzzcar and Author of International Bestsellers, Sapiens & Homo Dues.** Co-located with three forums, Renewable Energy, Emerging Markets and Debt and Project Finance, Infrastructure Investor aims to give attendees the clearest view of a growing and diversifying asset class. Visit the website for more information.

**29. - 30.  
März**

## Germany M&A and Private Equity Forum Düsseldorf

25% Rabatt für BAI-Mitglieder

Mergermarket returns to Dusseldorf with our leading German corporate finance forum. Spread across two days and focusing on cross border finance, private equity and M&A, a plethora of in-depth case studies and panels will focus on the international topics affecting the German market.

The forum attracts over 300 attendees, enabling you to extend your connections of CFO's, CEO's and Heads of M&A and active players across the German M&A, Financing and Private Equity markets. To have the chance to understand the current and future climates in Germany, register today and take advantage of the early bird discount.

30. - 31.  
März

## Campus for Finance – WHU Private Equity Conference 2017 Vallendar

Unter diesem Thema findet am **30. und 31. März 2017** zum 12. Mal die Campus for Finance – WHU Private Equity Conference in Vallendar statt. Erfahrene Branchenexperten, finanzbegeisterte Studenten, herausragende Akademiker und renommierte Wirtschaftsvertreter aus aller Welt werden sich hierzu am Campus der WHU – Otto Beisheim School of Management zusammenfinden.

Als Teilnehmer des **Professional Programs** können sich Berufstätige mit mehreren Jahren Branchenexpertise im Rahmen individueller Programmpunkte über aktuelle Problemstellungen und Lösungsansätze austauschen und ihr berufliches Netzwerk ausbauen.

Sie sind interessiert? Hier geht es zum Speaker Line-up und zur Anmeldung: [campus-for-finance.com/pec](http://campus-for-finance.com/pec)

3. - 4.  
April

## SZ Kapitalanlagetag 2017 München

20% Rabatt für BAI-Mitglieder

Institutionelle Investoren stehen derzeit vor der großen Herausforderung trotz teilweise negativer Zinsen eine **ausreichende Rendite zu erzielen**. Die Süddeutsche Zeitung bietet Ihnen mit dem SZ-Kapitalanlagetag am 3. und 4. April 2017 in München erneut ein Diskussionsforum an, um mit zahlreichen renommierten Experten den Paradigmenwechsel sowie neue Formen des Asset Managements auf oberster Ebene zu diskutieren. Diskutieren Sie unter anderen mit: **Dr. Felix Hufeld**, BaFin; **Daniel Just**, Bayerische Versorgungskammer; **Dr. Gunnar Lietz**, Pensionskasse der Wacker Chemie; **Professor Dr. Thomas Mayer**, Flossbach von Storch Research Institute.

### Themenschwerpunkte:

- Gesamtwirtschaftliches und makroökonomisches Umfeld
- Regulation und Aufsicht – **Solvency II** und andere Entwicklungen
- **Risikomanagement** versus **Overlay** als Möglichkeit das Portfolio auszusteuern
- **Infrastruktur, Private Debt** sowie **Multi Asset Strategien** als Chance
- Lohnen sich **Immobilien** noch – Strategien und Erfahrungen

Tauschen Sie sich dazu mit Entscheidern aus Versicherungen, Pensionskassen, Versorgungswerken sowie hochrangigen Vertretern aus Politik und Wissenschaft aus und finden Sie zukunftsorientierte Anlagestrategien für Ihr Unternehmen.

Informationen und Anmeldung unter [www.sv-veranstaltungen.de/kapitalanlagetag](http://www.sv-veranstaltungen.de/kapitalanlagetag)

**7.  
April**

## Swiss Private Equity Conference Zürich

20% Rabatt für BAI-Mitglieder

The Swiss PE Conference is a one-day event that joins more than 50 speakers, a keynote and around 250 attendees. Private Equity Funds, Limited Partners, Fund of Funds, Venture Capital, CEO of PE-backed companies, startups and Business Angels will all gather in April 2017 in Zurich. Join our distinguished regionally-focused event and meet the most significant pan-European PE players such as: RobecoSAM, Zurich EMEA, Pantheon, Allianz Capital Partners, BlackRock, The Carlyle Group, 3i Group, Hamilton Lane and many others.

**23. - 25.  
April**

## IBA 28th Annual Conference on the Globalisation of Investment Funds Le Parker Meridien, New York

Rabatt für BAI-Mitglieder

Featuring experts from the fund management industry and regulators, this essential event in the investment fund industry calendar will provide incisive panel debates and key insights into legal and regulatory developments – and their effect on the asset management industry; including:

- **Brexit: consequences and potential solutions**
- **The great FinTech race: Robo advice and B2C solutions**
- **Regulators roundtable discussion**
- **The new DOL Fiduciary Rule and MiFID II inducements provisions**
- **Loan funds: current guidance and trends**
- **Changing environment for distribution of alternative funds**
- **MiFID II: trading and operational implications**

**17. - 19.  
Mai**

## Executive Training Innovations in Alternative Invest- ments with a special focus on risk management München

25% Rabatt für BAI-Mitglieder

In diesem dreitägigen Intensivprogramm werden die wesentlichen Charakteristika Alternativer Investments behandelt sowie die Risiken, die mit den jeweiligen Anlageklassen verbunden sind.

Das Programm behandelt vier Anlageklassen: Private Equity, Infrastruktur, Hedgefonds und Energie. Diese werden jeweils mit einem besonderen Fokus auf Investmentstrategie und Risikomanagement behandelt. Professoren der TU München, der Universität Toronto und erfahrene Praktiker zeigen Ihnen die Implementierung innovativer Strategien im Risikomanagement anhand folgender Fragestellungen:

- Welche Risikofaktoren gibt es für diese Anlageklasse?
- Welche Produkte und Produkttypen existieren?
- Wie kann ich diese in meine Risikostrategie integrieren?

Dieses anwendungsorientierte Programm wurde entwickelt für Risikomanager, Asset Manager, Controller oder vergleichbare Positionen. Als **Teilnahmevoraussetzung** ist Grundlagenwissen in quantitativen Methoden erforderlich.

23. - 24.  
Mai

## BAI Alternative Investor Conference (AIC) 2017 Kap Europa, Frankfurt

30% Rabatt für BAI-Mitglieder

- die Branchenkonferenz rund um das Thema Alternative Investments
- assetklassen- und produktübergreifend
- ausgerichtet auf institutionelle Investoren

U.a. mit Vorträgen von

- **Prof. Dr. Michael Hüther**, Direktor und Mitglied des Präsidiums, Institut der deutschen Wirtschaft Köln, zum Thema „Veränderte Kulisse globaler Risiken – Implikationen für das Investitionsverhalten“,
- **Prof. Dr. Isabel Schnabel**, Institut für Finanzmarktökonomie & Statistik, Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn, Mitglied des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, zum Thema „Ist die Finanzmarktregulierung zu weit gegangen?“
- **Dr. Thomas Schäfer**, Hessischer Minister der Finanzen, zum Thema „Finanzstandort Deutschland: wo geht es hin in Zeiten von Brexit und Kapitalmarktunion?“
- Vertretern der **Dänischen Pensionskasse** Pensionskassernes Administration A/S (PKA) zum Thema Factor Investing
- sowie einem Get-together-Speech zum Thema „**Mythos Stradivari**“, musikalisch begleitet vom D.U.R. Quartett.

Mit Investorendinner und exklusivem Workshop mit zwei Erfahrungsberichten zu den Themen liquide und illiquide Märkte für institutionelle Investoren. Weitere Informationen erhalten Sie bei der BAI-Geschäftsstelle unter [events@bvai.de](mailto:events@bvai.de) sowie unter [www.ai-conference.com](http://www.ai-conference.com).

20. - 21.  
Juni

## 20. Jahrestagung Portfoliomanagement Frankfurt

Am 20. und 21. Juni 2017 trifft sich die Spitze des institutionellen Asset Managements zur 20. UHLENBRUCH Jahrestagung Portfoliomanagement in Frankfurt am Main. Auch unsere Jubiläumskonferenz ist wieder mit hochkarätigen Referenten besetzt, welche die für UHLENBRUCH so charakteristische Verbindung von Spitzenforschung und Kapitalmarktpraxis schaffen.

Erleben Sie die folgenden Top-Referenten:

- Friedrich Merz, BlackRock Asset Management Deutschland, München
- Prof. Malcolm Baker, Harvard University, Boston, USA

- Robert Litterman, Kepos, New York, USA
- John Andrews, The Economist, London, UK
- Christian Baudis, ehem. Google Deutschlandchef

Zusammen mit weiteren Experten aus Theorie und Praxis werden sie sich mit den aktuellen Themen der Branche auseinandersetzen und sich den drängenden Fragen der institutionellen Kapitalanlage stellen.

Rund 300 Teilnehmer von institutionellen Investoren, Asset Managern, Banken und Consultants nutzen regelmäßig dieses Branchenhighlight als wichtige Netzwerk-Plattform sowie als Ideengeber für die Lösung der täglichen Herausforderungen.

Sichern Sie sich rechtzeitig Ihr Teilnahmeticket! Informationen und Anmeldeöglichkeiten finden Sie unter <http://www.jahrestagung-portfolio-management.de> oder telefonisch unter 06196/76 45 90, Kerstin Straube



## Sattelfest in alternativen Finanzanlagen

### Kompaktstudiengänge ■ Private Equity ■ Infrastruktur ■ Liquid Alternatives

Berater für Finanzanlagen sehen sich einer zunehmend komplexen Anlagewelt gegenüber, in der sie ihre Kunden begleiten sollen. Aber auch institutionelle Investoren suchen Alternativen, um „auskömmliche“ Renditen zu erzielen. Dabei erlangen angesichts des viel diskutierten Anlagenotstandes und Niedrigzinsumfeldes alternative Investments, wie Private Equity, Rohstoffe, Infrastruktur aber auch Liquid Alternatives – also Hedgefonds-Strategien, die in einer europäischen Fondshülle angeboten werden – eine zunehmende Bedeutung. Das für die Beratung und Anlage erforderliche Spezialwissen gehört dabei nicht zum Standard-Repertoire klassischer Aus- und Weiterbildungsstudiengänge. Für eine fundierte Beratung und Anlageentscheidung ist es aber zwingend notwendig.

Das PFI Private Finance Institute / die EBS Finanzakademie bietet als Pionier in der Aus- und Weiterbildung seit 2004 in enger Zusammenarbeit mit dem Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) maßgeschneiderte Kompaktstudiengänge in der Studienreihe Alternative Investments an. Angefangen mit dem Kompaktstudiengang Hedgefonds, folgten dann zeitnah die Studiengänge Private Equity und Rohstoffe. Heute runden die Themen Infrastruktur und Liquid Alternatives das Angebot ab.

Die Studiengänge richten sich gleichermaßen an institutionelle Investoren, Vermögensverwalter, Family Offices und Anlage- und Finanzberater, aber auch Rechtsanwälte und Steuerberater sowie Vertreter und Entscheidungsträger aus Politik und Öffentlicher Hand, die in der Regulierung und Aufsicht involviert sind.

Im Fokus der jeweiligen Studiengänge stehen dabei immer die rechtlichen und steuerlichen Grundlagen sowie das Risikomanagement und die Einbettung in ein ganzheitliches Portfoliomanagement, wobei auf die jeweiligen Spezifika der Assetklasse und ihrer Anlagevehikel in der Tiefe eingegangen wird. Ergänzt wird das Curriculum durch fallstudienbasierte Praxiseinblicke. Dozenten sind ausgewiesene und erfahrene Experten aus Wissenschaft und Praxis.

#### KOMPAKTSTUDIUM PRIVATE EQUITY

Studiendauer: 7 Tage inklusive der Zeiten für das Erbringen der Prüfungsleistungen. Erfolgreiche Absolventen tragen den Titel Private Equity-Advisor (EBS/BAI).

Studienbeginn  
15. Jahrgang:  
11. September 2017  
in Oestrich-Winkel

#### KOMPAKTSTUDIUM INFRASTRUKTUR

Studiendauer: 8 Tage inklusive der Zeiten für das Erbringen der Prüfungsleistungen. Erfolgreiche Absolventen tragen den Titel Infrastructure Investment Advisor (EBS/BAI).

Studienbeginn  
3. Jahrgang:  
20. September 2017  
in Oestrich-Winkel

#### KOMPAKTSTUDIUM LIQUID ALTERNATIVES

Studiendauer: 7 Tage inklusive der Zeiten für das Erbringen der Prüfungsleistungen. Erfolgreiche Absolventen tragen den Titel Liquid Alternatives Advisor (EBS/BAI).

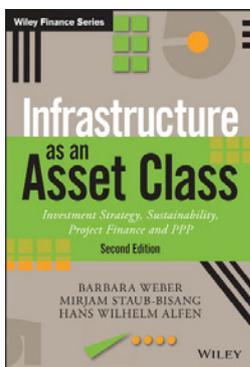
Studienbeginn  
2. Jahrgang:  
25. September 2017  
in Oestrich-Winkel

Mehr Informationen:  
[info@ebs-finanzakademie.de](mailto:info@ebs-finanzakademie.de)  
[www.ebs-finanzakademie.de](http://www.ebs-finanzakademie.de)

PFI Private Finance Institute / EBS Finanzakademie,  
Hauptstraße 31, 65375 Oestrich-Winkel  
Tel: (0 67 23) 88 88 0, Fax: (0 67 23) 88 88 11

## Vorstellungen von Büchern und Datenbanken

An dieser Stelle im Newsletter möchten wir Ihnen interessante Veröffentlichungen zum Thema „Alternative Investments“ vorstellen. Dies sind neben Büchern auch Datenbanken, herausragende akademische Arbeiten wie Habilitations- und Promotionsschriften oder Diplom/Master-Arbeiten. Wir würden es sehr begrüßen, wenn Sie auch aktiv von der Möglichkeit Gebrauch machen. Bitte wenden Sie sich diesbezüglich an die BAI-Geschäftsstelle unter 0228 969870 oder [gaul@bvai.de](mailto:gaul@bvai.de).



### Infrastructure as an Asset Class: Investment Strategy, Sustainability, Project Finance and PPP

*Barbara Weber, Mirjam Staub-Bisang, Hans Wilhelm Alfen*

*Wiley, 2. Auflage 2016, 424 Seiten, ISBN: 978-1-119-22654-3, 68,80 EUR*

**Infrastructure As An Asset Class** is the leading infrastructure investment guide, with comprehensive coverage and in-depth expert insight. This new second edition has been fully updated to reflect the current state of the global infrastructure market, its sector and capital requirements, and provides a valuable overview of the knowledge base required to enter the market securely. Step-by-step guidance walks you through individual infrastructure assets, emphasizing project financing structures, risk analysis, instruments to help you understand the mechanics of this complex, but potentially rewarding, market. New chapters explore energy, renewable energy, transmission and sustainability, providing a close analysis of these increasingly lucrative areas.

The risk profile of an asset varies depending on stage, sector and country, but the individual structure is most important in determining the risk/return profile. This book provides clear, detailed explanations and invaluable insight from a leading practitioner to give you a solid understanding of the global infrastructure market.

- Get up to date on the current global infrastructure market
- Investigate individual infrastructure assets step-by-step
- Examine illustrative real-world case studies
- Understand the factors that determine risk/return profiles

Infrastructure continues to be an area of global investment growth, both in the developed world and in emerging markets. Conditions continually change, markets shift and new considerations arise; only the most current reference can supply the right information practitioners need to be successful. **Infrastructure As An Asset Class** provides clear reference based on the current global infrastructure markets, with in-depth analysis and expert guidance toward effective infrastructure investment.



## Investmentrecht

*Kapitalanlagegesetzbuch | Investmentsteuergesetz*

*Handkommentar*

*Patzner/Döser/Kempf*

*Nomos, 3. Auflage 2017, 1.213 Seiten gebunden,*

*ISBN 978-3-8487-2624-0, 168 EUR*

### Das Investmentrecht

kommt nicht zur Ruhe: Nach Inkrafttreten des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB) versucht die Bundesregierung mit dem Investmentsteuerreformgesetz (InvStRefG) die Investmentbesteuerung europarechtskonform, weniger gestaltungsanfällig und „einfach“ zu fassen. Strengere Regeln sieht zudem das OGAW-V-Umsetzungsgesetz vor.

### Die **Neuaufgabe des Handkommentars zum Investmentrecht**

zeigt Punkt für Punkt Risiken und Chancen bei der Anwendung des neuen Rechts auf. Anleger, Fondsgesellschaften, Verwahrstellen und Berater können schnell auf einen Blick erkennen, was sich für sie ändert, konkret im Hinblick auf

- die Erschwerung des Aktienerwerbs über den Dividendenstichtag (sog. Cum-Cum-Geschäfte)
- die zusätzlichen Anforderungen bei der Berufsträgerbescheinigung und die Verlängerung der Übergangsfrist für sog. Altfonds (vor dem 24.12.2013 aufgelegte Investmentfonds)
- die Abschaffung der bisher für Investmentfonds geltenden generellen Körperschaftsteuerbefreiung ab 2018
- die Neuregelung der Besteuerung von Investitionen in sog. Spezialfonds ab 2018
- das komplett neue Besteuerungssystem für Investitionen in Publikumsfonds mit Vorabpauschalen und Teilfreistellungsbeträgen ab 2018
- die Abschaffung der Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen mit vor dem 1.1.2009 erworbenen Fondsanteilen
- die Änderungen bei der Tätigkeit und Haftung der Verwahrstellen und
- die neuen Anforderungen für Vergütungssysteme von Fondsgesellschaften.

### Praxisnäher geht es nicht:

- Investmentsteuergesetz mit allen Änderungen durch das InvStRefG kommentiert
- Komplet neu: Ausblick auf das ab 1.1.2018 geltende neue Investmentsteuerrecht
- Alle Änderungen infolge des OGAW-V-Umsetzungsgesetzes und des Verwahrstellenrundschreibens umfassend berücksichtigt
- Umfassende Bilanz und Update: Das KAGB seit über 2 Jahren in der Praxis



## Kommanditgesellschaften im Regelungsbereich des Investmentrechts

*Benedikt Schewe*

*Duncker&Humblot Berlin, 2017, 284 Seiten, ISBN 978-3-428-15083-0, 89,90 EUR*

Mit Einführung des KAGB im Jahre 2013 wurde der Anwendungsbereich des Investmentrechts auch auf – vorwiegend in Personengesellschaftsform organisierte – geschlossene Investmentfonds ausgeweitet. Die Arbeit untersucht die Auswirkungen dieser Ausdehnung aus aufsichts-, gesellschafts- und steuerrechtlicher Perspektive. So wird aus aufsichtsrechtlicher Sicht der Frage nachgegangen, inwieweit sich ein Personengesellschaftsfonds in die v.a. für Sondervermögen und Fonds in Kapitalgesellschaftsform geschaffenen Regelungen über die Verwalter von Investmentvermögen einfügt. Nach einer Bewertung der im KAGB geregelten gesellschaftsrechtlichen Modifikationen für die Investment-KG widmet sich die Arbeit dem Spannungsverhältnis zwischen dem Grundsatz der Selbstorganschaft und der Ausübung der kollektiven Vermögensverwaltung durch externe Verwalter unter besonderer Betrachtung der inhaltlichen Grenzen der Selbstorganschaft. Daran anschließend werden die steuerrechtlichen Auswirkungen der externen Verwaltung einer Investment-KG begutachtet.



## Beck'sches M&A Handbuch

*Meyer-Sparenberg/Jäckle*

*C.H. BECK, 2017, 2416 Seiten in Leinen, ISBN 978-3-406-65043-7, 229 EUR*

### Transaktionsgeschäfte sicher gestalten.

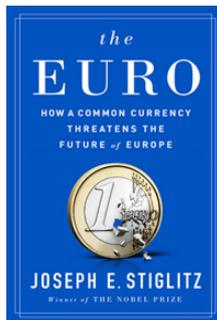
#### Jahrzehntelange Erfahrung

im Transaktionsgeschäft finden Sie gebündelt in diesem Handbuch für den M&A-Professional. Es behandelt alle maßgeblichen Aspekte von M&A-Transaktionen – sorgfältig aufbereitet, praxisgerecht, aktuell und aus einer Hand. Auf spezielle Übernahmesituationen wird ebenso eingegangen wie auf transaktionsbegleitende Aspekte und branchenspezifische Besonderheiten. Internationale Bezüge sind in die Darstellung integriert und werden daneben länderspezifisch erläutert.

#### Aus dem Inhalt

- Due Diligence
- Unternehmensbewertung und Kaufpreis
- Finanzierung
- Gesellschaftsrechtliche, mitbestimmungsrechtliche und wertpapierhandelsrechtliche Rahmenbedingungen
- Steuern

- Kartellrecht und Fusionskontrolle
- Arbeitsrecht
- Der Unternehmenskaufvertrag
- Private Equity
- Akquisitionen unter Beteiligung Dritter (einschließlich des Managements)
- Erwerb börsennotierter Gesellschaften
- Distressed M&A
- Transaktionen in besonderen Bereichen und Branchen
- Übergreifende regulatorische und öffentlich-rechtliche Aspekte
- Länderberichte



## The Euro How a Common Currency Threatens the Future of Europe

*Joseph E. Stiglitz*

*Norton August 2016, 304 Seiten, ISBN 978 0 393 25402 0, £13.99*

The Nobel Prize–winning economist and best-selling author explains why saving Europe may mean abandoning the Euro. The Euro was supposed to bring Europe closer together and promote prosperity; in fact, it has done just the opposite. The 2008 crisis revealed the shortcomings of the Euro, and Europe’s stagnation and bleak outlook are a direct result of the fundamental flaws inherent in the EU project—economic integration outpacing political integration with a structure that promotes divergence rather than convergence. The question then is: Can the Euro be saved? Laying bare the European Central Bank’s misguided inflation-only mandate and explaining why austerity has condemned Europe to unending stagnation, Joseph E. Stiglitz outlines three possible ways forward: fundamental reforms in the structure of the Euro zone and the policies imposed on the member countries suffering the most, a well managed end to the European Union or a bold, new system dubbed the “flexible Euro”. With its lessons for globalisation in a world economy ever more deeply connected, *The Euro* is urgent and essential reading.