



Anlagedruck und volle Quoten – mögliche Wege aus dem Dilemma

Investment Advisory & Solutions – Investoren-Perspektive Q1 2022

Im Bereich *Investment Advisory & Solutions* haben wir in den letzten Jahren für institutionelle Kunden Portfolien im Privatmarktbereich mit einem Gesamtvolumen von rund 6 Mrd. Euro aufgebaut und kennen daher bestens die Perspektive eines Investors. Mit „Investoren-Perspektive“ berichten wir Ihnen quartalsweise von unseren Erfahrungen und Erkenntnissen, um auf Themen sowie Trends innerhalb der Privatmärkte einzugehen. Wir freuen uns auf Ihre Fragen oder Feedback.

In dieser Ausgabe schauen wir mit regulatorischer Brille auf die Asset-Allokation der Privatmarktanlage eines der Anlageverordnung (AnIV) unterliegenden Investors. Als Folge der Zinsentwicklung zeigen die Portfolien der Anleger meist volle Quoten und lassen wenig Spielraum für dringend notwendige Neuanlagen, um passivseitige Ertragsanforderungen zu erfüllen. Damit rückt das Anlageformat seit einigen Jahren mehr und mehr in den Vordergrund. Statt die Wahl des Anlageformats dem Asset Manager zu überlassen, achten Anleger vermehrt darauf das Anlageformat in die Investitionsentscheidung einzubeziehen oder nutzen die Möglichkeit, die Struktur des bestehenden Portfolios zu optimieren. Wir zeigen mögliche Wege dazu anhand eines Erfahrungsberichts auf.

Der Anlagekatalog – eine Einordnung nach Anlageverordnung

Das aktuelle BaFin Rundschreiben R11/2017 definiert u.a. den Anlagekatalog und die zulässige Streuung und Mischung von Anlagen bzw. Gegenparteirisiken. Das gewählte Anlageformat entscheidet demnach im Wesentlichen über die Zuordnung innerhalb des Anlagekatalogs. Danach macht es aus Investorensicht große Unterschiede, ob bspw. bei Anlagen im Bereich Private Debt „Wertpapiere“ oder „Darlehen“ erworben werden und welche Eigenschaften diese haben. Erst dann ist eine Zuordnung innerhalb des Anlagekatalogs zu einer konkreten Anlagekategorie möglich. Daraus lassen sich dann maximal zulässige Investitionsgrößen ableiten.

An dieser Stelle ist der regulierte Anleger bei der Umsetzung der strategischen Asset Allokation (SAA) herausgefordert solche Anlageformate zu finden, welche die selbstgesteckte Ziel-Asset-Allokation ermöglichen.

Im Rahmen von liquiden Anlageformen wie Aktien oder Anleihen stellt dies für den regulierten Anleger in der Regel keine große Herausforderung dar, denn diese Anlageklassen verfügen über standardisierte Anlageformate, welche über einen öffentlichen Markt handelbar sind. Die Zuordnung innerhalb des Anlagekatalogs und die damit geltenden Limits lassen sich für die Anlageklassen meist eindeutig bestimmen.

Privatmarktanlagen werden typischerweise über das Anlageformat eines geschlossenen Investmentfonds getätigt. Laufzeitoffene Investmentfonds, sogenannte „Evergreens“, werden ebenfalls angeboten, jedoch besteht bei diesen Fonds typischerweise kein unterjähriges Rückgaberecht von Fondsanteilen. Evergreen-Fonds qualifizieren daher nach AnIV typischerweise als geschlossene Fonds. Folglich wird entsprechend des Fondsformates nur ein eingeschränkter Kreis von Nummern aus dem Anlagekatalog (§ 2 Abs. 1 AnIV) angesprochen. Im Falle von Anlagen in Private Equity, Private Debt und sonstigen alternativen Investmentfonds (AIF) (typischerweise AnIV Nr. 13 und Nr. 17) werden diese Fondsinvestments in der Anlageart „Risikokapitalanlagen“ zusammengefasst und neben den direkt zugeordneten Quoten zusätzlich auf die übergeordnete Risikokapitalanlagenquote angerechnet, die auf maximal 35% des Sicherungsvermögens begrenzt ist. Immobilienfonds haben hierbei eine Sonderstellung, da keine Anrechnung auf die Risikokapitalanlagenquote erfolgt.

Die folgende Abbildung zeigt die für ein Privatmarkt-Investment typischerweise angesprochenen Vermögensanlagen aus dem Anlagekatalog, sogenannte Nummern, und die entsprechend maximal zulässigen Limits im Sicherungsvermögen, die sogenannten Quoten:

Vermögensanlage	Einordnung	Erläuterung	Quote
„Immobilien“	Umfasst Anlagen nach §2 Absatz 1 Nr. 14	Umfasst offene und geschlossene „Immobilien-Spezial-AIF“ sowie geschlossene „Immobilien-Publikums-AIF“, Grundstücke oder Anteile an einer Grundstücksgesellschaft und Aktien einer REIT-Aktiengesellschaft oder Anteile an einer vergleichbaren Kapitalgesellschaft	25%
„Beteiligungen“	Umfasst Anlagen nach §2 Absatz 1 Nr. Nr. 13	Beteiligungen in Form von anderen voll eingezahlten Aktien oder Geschäftsanteilen an einer Gesellschaft mit Haftungsbeschränkung und unternehmerischer Absicht. Darüber hinaus sind Beteiligungen an geschlossenen Private-Equity-Fonds mit investmentrechtlicher Regulierung zulässig (Nummer 13b).	15%
„Sonstige AIF“	Umfasst Anlagen nach §2 Absatz 1 Nr. 17	Anteile an anderen (die nicht von Nummer 13 Buchstabe b, Nummer 14 Buchstabe c, Nummer 15 und 16 erfasst werden), offenen Alternativen Investmentfonds.	7,5%
„Besicherte Darlehen“	Umfasst Anlagen nach §2 Absatz 1 Nr. 4c	Ausreichend dinglich oder schuldrechtlich gesicherte Darlehen (z.B. Immobilien- oder Senior Infrastruktur Darlehen). Sub-IG-Rating möglich.	5,0%

Das Dilemma

Die Anlageverordnung wurde 2001 in erster Fassung aufgelegt und fortan punktuell über Neufassungen an das sich stetig verändernde Kapitalanlageumfeld angepasst, um insbesondere neuen alternativen Anlageklassen gerecht zu werden. Dabei wurden im Wesentlichen Anpassungen zu Begriffsbestimmungen

und damit verbunden neue zulässige Vermögenswerte innerhalb des Anlagekatalogs eingeführt, z.B. Hedgefonds und alternative Spezial-AIF. Die Anlagequoten hingegen blieben über die Zeit jedoch weitestgehend unverändert mit dem Ergebnis, dass Privatmarktanlagen zwar ihren Weg in den Anlagekanon der AnIV gefunden haben, aber der eigentliche Anlagespielraum mangels Anhebung bestehender Quoten beschränkt bleibt. Für Privatmarktanlagen stellen die durch die AnIV vorgegebenen Quoten eine Limitierung dar, liegt doch der Anlagebedarf auf Anlegerseite meist über der nach AnIV zulässigen Quote. Dies ist umso bemerkenswerter, als sich über die Jahrzehnte das Zinsniveau und damit der Spielraum auf der liquiden, festverzinslichen Anlageseite deutlich verringert hat, wodurch höherrentierlichere risikobehaftete Kapitalanlagen – wie Privatmarktanlagen – an Bedeutung gewonnen haben, um passivseitige Ertragsanforderungen langfristig erfüllen zu können.

Ein aktuelles Beispiel aus NRW verdeutlicht dies: Dort wurde im März 2021 eine separate Infrastrukturquote für Versorgungswerke eingeführt. Die neu eingeführte Quote geht nicht in die Risikokapitalanlagequote ein und bietet damit Platz für zusätzliche 5% an Investitionen in Infrastrukturanlagen. Damit ist die Debatte über eine bundesweite Einführung eröffnet.

Dieses Beispiel zeigt, wie groß die Nachfrage nach zusätzlicher Quote bzw. Anlageaktivität im Bereich der Privatmarktanlage ist. Die Wahl des richtigen Anlageformats, das eine gewünschte AnIV-Quote ansteuert, ist dabei alles entscheidend und rückt mehr und mehr in den Fokus.

Wege aus dem Dilemma – ein Erfahrungsbericht

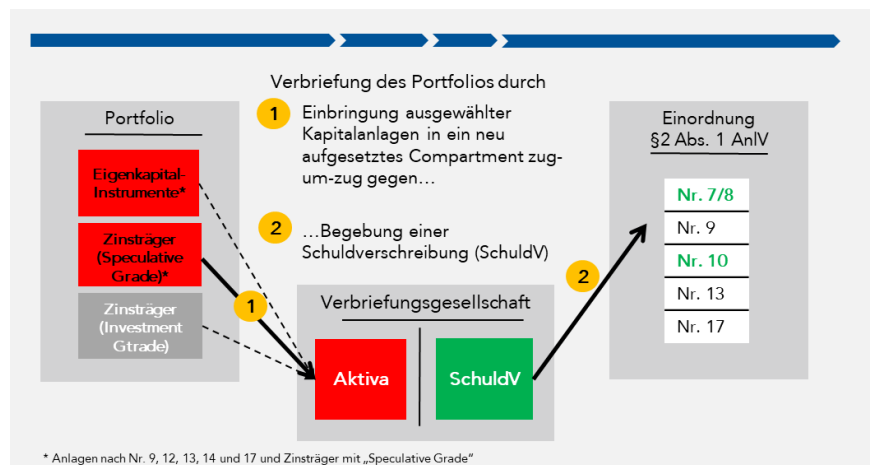
Aus Anlegersicht bieten sich zur besseren Steuerung der Quoten folgende Strategien:

- gezielte Ansteuerung freier Quoten im Rahmen der Selektion von Investmentstrategien
- Strukturierung von Investments

Unser Erfahrungsbericht soll dieses Spektrum anhand von drei Praxisbeispielen aufzeigen.

Beispiel 1: Verbriefung

Unser erstes Praxisbeispiel nutzt den Luxemburger Securitisation Act von 2004. Hierbei können einzelne Vermögenswerte als Wertpapiere verbrieft werden (keine Tranchierung), die dann handelbar sind und Wertentwicklung sowie Geldströme vollständig abbilden können. Da es sich bei einer Verbriefung um ein Fremdkapitalinstrument mit variablem oder fixem Kupon handelt, wird der Ertrag aus dem zu Grunde liegenden Referenzwert zur Deckung der Zinskosten für das Wertpapier verwendet, während der Referenzwert selbst als Sicherheit dient. Folglich eignen sich als Referenzwert vornehmlich kongruente, zinstragende Fremdkapitalinstrumente. Eigenkapitalinstrumente hingegen sind aufgrund ihrer Marktwertschwankungen nur eingeschränkt geeignet, jedoch können Eigenkapitalinvestitionen in Immobilien (Nr. 14) oder Infrastrukturprojekte mit stabilen Zahlungsströmen ebenfalls ein möglicher Referenzwert für eine Verbriefung sein. Durch eine gute Diversifikation des Portfolios, sog. Portfolioeffekt, und die gezielte strukturelle Optimierung des Wertpapiers (z.B. mittels Liquiditätsreserve) lässt sich die Bonität verbessern. Unsere Erfahrung hat gezeigt, dass sich mittels Strukturierung bereits gut allokierte Quoten entlasten lassen – und dass dabei die Unterstützung durch den Arrangeur der



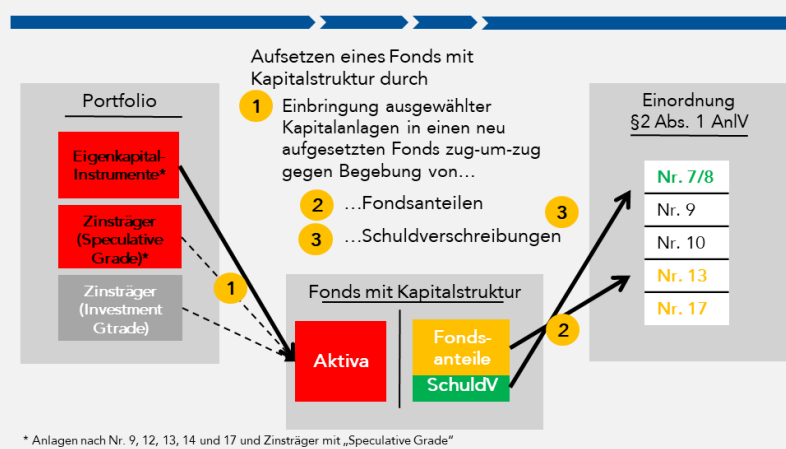
Wertpapieremission sehr willkommen ist, auch wenn die Bonitätseinschätzung primär durch das Versicherungsunternehmen selbst zu erfolgen hat.

Praxisbeispiel: Verbriefung von Leveraged Loans

Bei Leveraged Loans handelt es sich um erstrangig besicherte Kredite von Sub-Investment-Grade-Emittenten, die sowohl auf dem Primär- als auch Sekundärmarkt gehandelt werden. Im Vergleich zu börslich gehandelten Hochzinsanlagen weisen Leveraged Loans eine geringere Volatilität auf. Zudem ist eine höhere Recovery Rate durch die erstrangige Besicherung und ein attraktiver Renditeaufschlag (Spread) zu Hochzinsanleihen gegeben. Ein diversifiziertes Leveraged-Loan-Portfolio kann als Verbriefung strukturiert und durch strukturelle Auslegung unter Nr. 10 klassifiziert werden.

Beispiel 2: Luxemburger Fonds mit Kapitalstruktur

Unser zweites Praxisbeispiel macht sich eine Besonderheit des Luxemburger Fondsrechts zu Nutze. Hierbei wird bei einem in Luxemburg domizilierten Fonds eine Kapitalstruktur eingeführt, sodass der Anleger das Investment nicht mehr nur über den Erwerb von Fondsanteilen, sondern zusätzlich von Schuldverschreibungen, finanziert. Durch Splittung in zwei neue Anlageinstrumente, namentlich Fondsanteile und Schuldverschreibungen, kann folglich die Risikokapitalquote optimiert werden.



Die Kapitalstruktur des Fonds und somit das Verhältnis von Fondsanteilen (Eigenkapital) zu Schuldverschreibungen (Fremdkapital) bestimmt sich nach der Volatilität und Korrelation der Vermögenswerte im Portfolio. Dabei kann durch Portfoliodiversifikation und Eigenkapitalpuffer die Ausfallwahrscheinlichkeit der vom Fonds begebenen Schuldverschreibung reduziert werden. Dies ist wichtig, da die Bonitätsanforderung auch hier „Investment Grade“ lautet und sich auf die Ebene der Kapitalstruktur bezieht. Je volatiliter die Vermögenswerte im Portfolio sind, desto größer sollte der Eigenkapitalanteil im Verhältnis zum Fremdkapital innerhalb der Kapitalstruktur sein.

Praxisbeispiel: Equity (Immobilien, Infrastruktur, Private Equity) als Lux. Fonds mit Kapitalstruktur

Institutionelle Investoren spielen mit ihren Allokationen eine aktive Rolle bei der Umsetzung aktueller transformativer Trends. Investitionen in Infrastruktur-Projekte, Bestands- und Neubau-Immobilien sowie innovative Unternehmen, können dazu beitragen, Nachhaltigkeitsziele zu erreichen und fördern Energie- und Verkehrswende als auch die digitale Transformation. Diese opportunistischen Ansätze gehören zu volatileren Anlagen und eignen sich zur Auflage mittels eines in Luxembourg domizilierten Fonds mit Kapitalstruktur. In der Kapitalstruktur ist bei diesen Anlagen ein entsprechend höheres Eigenkapital (bspw. in Form von Fondsanteilen) zu hinterlegen, um das zinstragende Fremdkapital ausreichend zu bedecken.

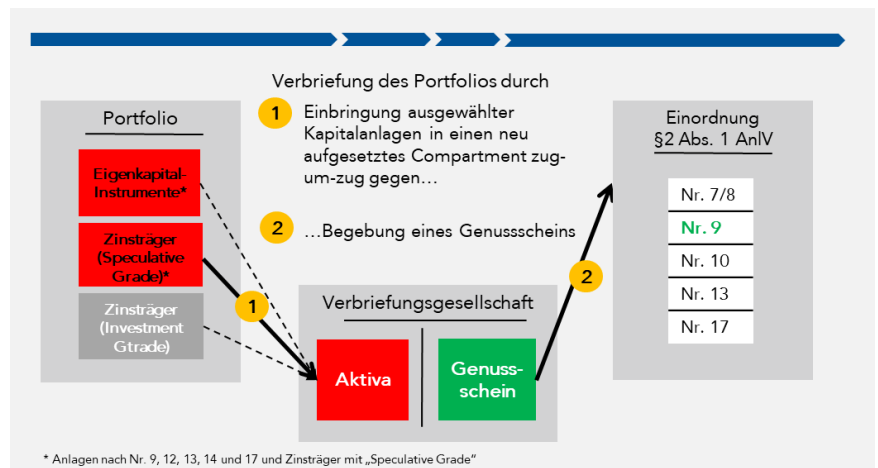
Beispiel 3: Genussschein

Diese Methode ist eine Abwandlung des ersten Beispiels, bei der statt einer Schuldverschreibung ein fremdkapitalartiger **Genussschein** emittiert wird und damit eine Zuordnung nach Nr. 9 möglich ist. Dadurch entfällt im Vergleich zu den beiden anderen Lösungsbeispielen eine Bonitätsanforderung, was

zu einer hohen Zeit- und Kostensparnis führt. Allerdings unterliegt der Genussschein einer gemeinsamen Quote mit der Nr. 13, die nicht höher als 15% des Sicherungsvermögens betragen darf, und ist auf die Risikokapitalanlagenquote i.H.v. 35% des Sicherungsvermögens anzurechnen.

Ökonomische Faktoren sind bisher nicht in die Analyse eingeflossen, da diese bei den aufgezeigten Umsetzungswegen im Wesentlichen unverändert bleiben. Dies ist dadurch begründet, dass letztendlich das Format der Anlage geändert wird, nicht jedoch die Anlage selbst.

Die obenstehenden Anwendungsbeispiele zeigen anhand von verschiedenen Umsetzungswegen, wie bestehende Anlageformate durch Zusammenführen als Portfolio oder mit Einführung einer Kapitalstruktur auf Fondsebene neu definiert werden können. Diese Umsetzung erfordert ein tiefgehendes Verständnis bestehender aufsichts- und investimentrechtlicher Gegebenheiten. Zudem ist es dadurch möglich Anlagen, die sonst im Direktbestand gehalten würden, über eine indirekte Anlageform wie einen nach § 284 KAGB vergleichbaren deutschen Spezial-AIF zu halten. Auch hier zeigt sich Gestaltungsspielraum.



Praxisbeispiel: Real Asset Portfolio als Genussschein

Real Asset Portfolios können bspw. erst- und nachrangige Finanzierungen von Immobilien und Infrastrukturprojekten umfassen. Der Fokus liegt auf der Vergabe und dem Halten bis zur Fälligkeit von Krediten, die eine direkte Besicherung durch das unterliegende Real Asset oder staatl. Garantien enthalten. Gegenüber liquiden Anlageklassen mit vergleichbarem Risikoprofil (IG oder HY Public Credit) bieten solche Strategien eine attraktive laufende Rendite und starke Besicherung mit Realwerten. Ein diversifiziertes Immobilien- oder Infrastruktur-Portfolio kann als Genussschein strukturiert werden. Pro Genussschein kann maximal 1% des gesamten Sicherungsvermögens gem. Streuungsgrenze (§ 4 Abs. 4 S. 1 AnIV) gehalten werden.

Fazit

Diese Praxisbeispiele verdeutlichen, wie wichtig ein verlässlicher Partner bei der Portfoliostrukturierung ist, um auf Anlegenseite die durch die AnIV vorgegebenen Handlungsspielräume bestmöglich zu nutzen. Es wird auch deutlich, welche hohe Komplexität bei der Strukturierung oder Auswahl des Anlageformats zu bewältigen ist. Der Weg aus dem Dilemma der Anleger führt nur über die Optimierung der Investimentstruktur. Auf Seiten der Prime Capital AG haben wir von Beginn der Unternehmensgründung an sehr viel Wert auf dieses Thema gelegt und folglich die notwendige Expertise und Infrastruktur aufgebaut – letztere zum einen über unsere Luxemburger Niederlassung Prime AIFM Lux S.A. und zum anderen über unsere hauseigene Verbriefungspattform PCAM Issuance S.A. Darüber hinaus bietet Prime Capital umfassende Outsourcing- und Investmentlösungen. Hierbei haben institutionelle Investoren Zugang zu Privatmarkt-Investmentprogrammen, die nach kundenspezifischen Anforderungen (bspw. Investimentsseite und Struktur) umgesetzt werden.

Über Prime Capital Investment Advisory & Solutions (IAS)

In der Einheit Investment Advisory & Solutions beraten wir institutionelle Kapitalanleger entlang des gesamten Investmentprozesses. Der Bereich verfügt über eine langjährige und nachweisliche Expertise in verschiedensten Privatmarktsegmenten sowie über fundierte Kenntnisse der regulatorischen Rahmenbedingungen, die für eine erfolgreiche Umsetzung notwendig sind. Dabei geht unser Ansatz über eine reine Beratungsfunktion hinaus und umfasst zudem die Umsetzung im Rahmen einer Kapitalanlageverwaltung sowie der Implementierung. Sämtliche Dienstleistungen von IAS unterliegen nach internationalem Standard (ISAE) zertifizierten Prozessen und Kontrollen.

Weitere Informationen über Prime Capital AG finden Sie unter www.primecapital-ag.com.

Autoren:



Niklas Korte
Managing Director, Legal Counsel
+49 69 9686 984 59
Niklas.Korte@primecapital-ag.com

Kontakt:



Sebastian Stehling, CFA
Head of Investment Advisory & Solutions
+49 69 9686 984 343
Sebastian.Stehling@primecapital-ag.com



Eugen Leichner
Director, Manager Selection
+49 69 9686 984 328
Eugen.Leichner@primecapital-ag.com

Disclaimer:

Dieses Material richtet sich ausschließlich an Personen, die erfahrene oder bestehende Investoren in kollektiven Kapitalanlagen sind, professionelle Kunden sind oder anderweitig berechtigt sind, gemäß dem geltenden Angebot zu investieren. Dieses Material ist vertraulich und nur für die Person bestimmt, der es zur Verfügung gestellt wurde. Eine Kopie darf unter keinen Umständen ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Prime Capital einer anderen Person als dem autorisierten Empfänger gezeigt, kopiert, übermittelt oder anderweitig gegeben werden. Die Verbreitung der hierin enthaltenen Informationen in bestimmten Rechtsordnungen kann eingeschränkt werden, und dementsprechend liegt es in der Verantwortung jedes potenziellen Anlegers, sich in Bezug auf die Einhaltung der einschlägigen Gesetze und Vorschriften zu überzeugen. Dieses Material dient den Informationszwecken, ist nur für Ihren Gebrauch bestimmt und stellt keine Einladung, Aufforderung oder ein Angebot dar, eines der genannten Produkte oder Dienstleistungen in Anspruch zu nehmen, oder zu kaufen oder zu verkaufen. Die bereitgestellten Informationen sollen keine ausreichende Grundlage für eine Investitionsentscheidung bieten. Die hierin enthaltenen Informationen sind vorläufig, dienen nur zu Diskussionszwecken, sind nur eine Zusammenfassung der wichtigsten Informationen, sind nicht vollständig und enthalten keine wesentlichen Angaben über den geplanten Fonds, einschließlich wichtiger Konfliktangaben und Risikofaktoren im Zusammenhang mit einer Investition in diesen Fonds, und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Es besteht keine Verpflichtung, dieses Material zu aktualisieren, zu ändern oder zu ergänzen oder den Leser anderweitig zu benachrichtigen, falls die hierin genannten Informationen oder die hier in diesem Text dargelegte Meinung, Projektion, Prognose oder Schätzung sich ändert oder unzutreffend wird.