

LEITERbAV

TACTICAL ADVANTAGE

Das Magazin für die imperativen
Fragen des zeitgenössischen deutschen
Pensionswesens

Volume 13
12/2023

EURO 50,00

TALKING HEADS – ZINS, KRISE UND WIEDERANLAGE:

QUO VADIS, PRIVATE EQUITY UND INFRA- STRUKTUR?

16 – 17

Die vergangenen 24 Monate waren turbulent: Die (geo-)politischen Risiken haben an Brisanz massiv zugelegt, die Inflation ebenso, die Notenbanken haben mit Tempo die Leitzinsen angezogen – und manch eine, namentlich die deutsche Volkswirtschaft schaltet zunehmend in den Modus einer möglicherweise nachhaltigen, strukturellen Schwäche. Mit Private Equity und Infrastruktur zeigen hier zwei Asset-Klassen für Pensionsinvestoren besondere Ambivalenz. Darüber spricht DETLEF MACKEWICZ mit OLIVER LANG, GEORG MÜLLER-GLUNZ, STEFAN SCHNURBUS, STEPHAN SCHÄLI, TOBIAS GRIESSHABER und DAVID DAUM. In den Räumen der Kirchlichen Zusatzversorgungskasse in Köln am Rhein.

Mit freundlicher Unterstützung von:



↑ STEPHAN SCHÄLI, TOBIAS GRIESSHABER, OLIVER LANG, STEFAN SCHNURBUS, DAVID DAUM, GEORG MÜLLER-GLUNZ und Moderator DETLEF MACKEWICZ (v.l.n.r.) vor den Türen der Kirchlichen Zusatzversorgungskasse in Köln am Rhein.



Guten Morgen, die Herren, steigen wir global ein: Neun Zinserhöhungen in kürzester Zeit, Konjunktur eingetrübt, Krieg in der Ukraine und zunehmende Geo-Verschiebungen ... geben wir Globalisierung und damit Wachstums- und Wohlstandseffekte aus geopolitischen Gründen auf?

OLIVER LANG Ja, wir sind offenkundig auf dem Weg in eine De-Globalisierung. Die Globalisierung hat in den letzten 20 Jahren weltweit wesentlich zum Wohlstandswachstum beigetragen, die Gegenbewegung wird nun Wohlstand kosten. Zumal diese De-Globalisierung einhergeht mit steigenden Verteidigungsausgaben, in der NATO zwei Prozent des BIP. Dafür gibt es gute Gründe, die ich teile, aber Wohlstand wird damit nicht generiert. Dies wird uns alle als Gesellschaft vor große Herausforderungen stellen.

Wichtiger Aspekt hier sind die Leitzinsen: Haben wir die Spitze jetzt, im Spätsommer, gesehen?

STEPHAN SCHÄLI Bekanntlich hängen die Zinsen an der Inflation. Und der Kampf gegen diese hat in den USA und Europa bereits Fortschritte gezeigt. Doch der schwierigste Teil des Weges liegt noch vor uns. Wir sind hier konservativer als der Konsensus; wir denken nicht, dass die Inflation in den USA nun schnell von fünf auf zwei Prozent zurückgehen, sondern sie eher bei 3,5 oder gar vier Prozent verharren wird. Sie verfestigt sich, auch weil die Arbeitsmärkte immer noch relativ angespannt sind.

Hinzu kommt, dass die Unternehmen sich bereits eingerichtet haben, Preiserhöhungen umgehend weiterzugeben. Das sehen wir auch deutlich in unseren

»Der Grund für uns, in Private Markets als Langfrist-Investor zu investieren, ist erstmal das Beta.«

OLIVER LANG

Portfolio-Unternehmen. Also: Wir haben jetzt vielleicht zwar die Spitze der Zinsen gesehen – aber auch sie werden auf diesem Niveau oder leicht darunter verharren; und dies länger, als viele hoffen. Mit Verzögerung werden wir daher durchaus noch einige Verwerfungen auch in der Realwirtschaft erleben.

Für Investoren, die in den letzten Jahren ihren Rechnungszins senken konnten, ist es eine Option, sich nun mit Fixed Income einzudecken. Welche Rolle spielen Private Markets grundsätzlich noch in den Strategien?

LANG Zunächst: Auch an uns als Langfrist-Investor ist ein Jahr wie das vergangene, das ja in der Kapitalanlage ein historisch schlechtes war, nicht spurlos vorbeigegangen. Wir sagen nicht: Augen zu und durch, kleine Delle, wird schon wieder. Sondern wir haben reagiert – allerdings moderat. Denn die zentrale Weichenstellung unserer Kapitalanlage ist seit fünf Jahren: Eigenkapital-Investments ausbauen mit dem Ziel der 50-Prozent-Quote; also Public Equity, Private Equity, Infrastruktur, Real Estate. Wir erwarten, dies etwa 2025/26 zu erreichen. An dieser Strategie halten wir fest. Equity, speziell Private Markets haben für

uns als Langfrist-Investor einen wesentlichen Platz im Portfolio, völlig unabhängig von temporären Entwicklungen auf der makroökonomischen Ebene.

Wie gesagt, haben wir gleichwohl reagiert, zwei Gründe: Auch uns hat 2022 Risikobudget gekostet. Und es sind wieder Assets investierbar geworden, die vier, fünf Jahre lang nicht investierbar waren – Sovereigns, IG-Corporates ... Hier hatten wir in den entwickelten Märkten von 2018 bis 2021 praktisch keinen Euro investiert. Nun haben wir Public Equity etwas zurückgenommen, zugunsten von IG-Corporate, aber auch von High Yield, auch in Emerging Markets. Eine taktische Verlagerung, um Risikobudget zu sparen und auch Opportunitäten wieder zu nutzen. Aber: Strategisch ändert das für uns nichts, das gilt namentlich für Private Markets.

GEORG MÜLLER-GLUNZ Für unsere Haltung kann ich das im Wesentlichen bestätigen. Die kurzfristigen Entwicklungen beeinflussen tatsächlich die grundsätzliche Position der Private Markets nicht, eher die Aufbaugeschwindigkeit. Auch wir haben entsprechende Rückgänge in Teilen des Gesamtportfolios gesehen, aber für uns gilt unverändert, dass Private Markets

fester Bestandteil in der Asset Allocation sind. Insgesamt sehe ich, dass die Lebensversicherer das hohe Tempo, das sie bei ihren Engagements in Private Markets vorgelegt haben, nun wieder auf das normale Maß zurückfahren. Gerade für langfristig orientierte Investoren sehe ich in der aktuellen Phase gute Einstiegsmöglichkeiten.

STEFAN SCHNURBUS Zuerst zählt, dass die langfristige Perspektive stimmt und stabil ist. Kaum etwas wäre kontraproduktiver, als aufgrund kurzfristiger taktischer Überlegungen oder Personalentscheidungen erratisch irgendwo Quoten hochzufahren oder wieder abzubauen. Die Bedeutung der langfristigen Perspektive gilt auch für die Bewertung des Portfolios, denn der typische Private Equity-Fonds ist erst nach fünf, sechs Jahren aussagekräftig zu bewerten.

Bemerken denn die Anbieter, dass sich das Interesse der Investoren an Private Markets etwas abgekühlt hat?

TOBIAS GRIESSHABER Auf der Makroebene – geopolitisch, zinspolitisch – haben sich in der Tat die Dynamiken verändert. Und was macht der Mensch in einer Situation der Unsicherheit? Er hält erst einmal inne, analysiert die Lage, manch einer muss auch Wunden lecken. Der Bullenmarkt der letzten acht bis zwölf Jahre hat sich vor diesem Hintergrund in den letzten zwölf bis 18 Monaten hin zu einer Orientierungsphase gewandelt.

Dass hier einerseits neue Engagements in Fixed Income erfolgen, gerade wenn damit der hausintern benötigte Rechnungszins gematcht wird, ist nachvollziehbar und war zu erwarten.

Andererseits gilt, dass diese gestiegenen Zinsen neben der Bekämpfung der Inflation auch höhere Risikoprofile der



STEPHAN SCHÄLI

»Privatmärkte decken zunehmend Sektoren ab, die man über den Publikumsmarkt gar nicht mehr erreicht.«

Stephan Schäli, Partner und Chief Investment Officer der Partners Group sowie Mitglied des Globalen Anlageausschusses als auch der erweiterten Geschäftsführung, ist ein Veteran der Private Markets, verfügt er doch über 26 Jahre Branchenerfahrung: Der an der University of Chicago Booth School of Business studierte und an der Universität St. Gallen (HSG) promovierte Betriebswirt kommt bereits 1999 zur Partners Group. Zuvor arbeitet der Schweizer Schäli bei der UBS und Goldman Sachs.

Die **Partners Group** mit Sitz im schweizerischen Zug hat sich 1996 den Privatmärkten verschrieben und seither eine unabhängige und stabile Plattform aufgebaut. Die Klientel des Hauses ist breit: institutionelle Investoren, Staatsfonds, Family Offices und private Kunden. In insgesamt 20 Niederlassungen weltweit beschäftigt die Partners Group über 1.900 Privatmarktspezialisten, darunter mehr als 550 Investitions- und Industrieexperten. Das Haus nennt weltweite Präsenz mit Erfahrung und Expertise der lokalen Teams als seine Stärken und sieht sich weltweit als einer der Akteure mit der konstantesten Performance im Bereich der Private Markets.

Seit Gründung wurden umgerechnet ca. 200 Milliarden Euro investiert, das verwaltete Vermögen umfasst ca. 135 Milliarden Euro für rund 800 institutionelle Kunden in Private Equity, Private Infrastructure, Private Real Estate, Private Debt und liquiden Privatmärkten. In den unterliegenden Portfoliofirmen sind knapp 250.000 Menschen beschäftigt. *BAZ*

DAVID DAUM

»Die gegenwärtige Regulierung lenkt das Kapital stumpf Richtung Grüne Energien, die schon da sind – statt in Transformation.«

David Daum ist Managing Director und Co-Head Private Infrastructure Europe der Partners Group. Er ist Mitglied des Verwaltungsrats der Portfoliounternehmen Fortum DH, Hanseatic Energy Hub und VSB Renewables. Der am Karlsruher Institut für Technologie studierte und an der Eidgenössischen Technischen Hochschule (ETH) in Lausanne promovierte Physiker ist seit 2011 bei Partners Group tätig und verfügt über 16 Jahre Branchenerfahrung. Bevor er zu Partners Group kommt, arbeitet der Badener Daum bei der Deutschen Bank.

»Setzt Deutschland für die richtigen Investitionen mit lokalem Kapital die richtigen Anreize?«

DAVID DAUM



Darlehensnehmer reflektieren. Das gilt sowohl für Unternehmen und ihre Corporate Bonds, aber auch für eine US-Treasury, die hier zehnjährig fünf Prozent darstellt. Mit diesem gestiegenen Base Risk sind auch die Renditen in Private Markets entsprechend gestiegen, denn wir als aktiver Investment Manager offerieren Alpha, und das muss stehen.

SCHÄLI Ein weiterer Aspekt ist, dass Privatmärkte sich als eigene Anlageklasse in den Investoren-Portfolios etabliert haben. Sie decken zunehmend Sektoren der Wirtschaft ab, die man über den Publikumsmarkt gar nicht mehr erreicht – sei es Infrastruktur oder gewisse Mid-Caps, die an den Börsen nicht mehr handelbar sind.

DAVID DAUM Konkret zur Infrastruktur: Seit 2010 habe ich den Wandel miterleben dürfen, wie sich diese vom Nischenprodukt zum festen Bestandteil in den Portfolios weiterentwickelt. Und warum haben die Investoren Infrastruktur überhaupt in ihre Portfolios genommen? Wegen Risiko/Ertragsüberlegungen: etwas weniger Rendite als bei dem klassischen Buyout Private Equity, jedoch bei weniger Volatilität.

Die Performance von Infrastruktur – die natürlich auch von den niedrigen Zinsen getrieben meist stark war – stand und steht nun vor einem Test: ob der Anspruch, krisen- und inflationsfest zu sein und äußere Faktoren abschirmen zu können, gehalten werden kann. Bisher haben, so wie ich das sehe, viele Portfolios eben diese Resilienz gezeigt. Richtig ist aber, dass sich derzeit die Spreu vom Weizen trennt.

Just heute, während wir sprechen, wird das leicht verkorkste deutsche »Gebäudeenergiegesetz« verabschiedet. Ein guter Anlass zu fragen: In

welche Richtung geht die Regulierung, sei es in Deutschland oder Europa?

GRIESSHABER Unsere Erwartung ist langfristige Planbarkeit. Unser Investitionshorizont umfasst zahlreiche Legislaturperioden, in denen verschiedene demokratische Regierungen Verantwortung tragen. Nach unserer Erfahrung gibt es auf Staatssekretärssebene durchaus Akteure, die sich bewusst sind, dass für Investitionen in kritische Infrastruktur stabile Rahmenbedingungen notwendig sind. Wir erleben hier, dass dabei einerseits aus politischen Motiven heraus zuweilen das Prinzip der Zuverlässigkeit verletzt wird, gar verletzt werden muss. Andererseits besteht Verständnis dafür, wenn eine Aufgabe gemeinsame Anstrengungen oder legislative Disziplin erfordert.

Ich erinnere daran: Es gab Staaten, die haben teilweise rückwirkende Eingriffe in regulatorische Vergütungssysteme für Energieinfrastruktur vorgenommen. Spanien hat sich dafür später vor internationalen Gerichten verantworten müssen – keine schöne Erfahrung. In der Slowakei hielt man zehn Jahre nach Inbetriebnahme die Einspeisevergütungen für Photovoltaik, die 2010 ans Netz kam, für unverhältnismäßig hoch. Auch auf Druck von US-Stahlkonzernen und deutschen Autobauern, die dort günstigen Strom benötigten, hat man gemeinsam eine Lösung gefunden, indem man den Tarif gekürzt, aber gestreckt hat.

Was tun also?

GRIESSHABER Man muss im Dialog sein und Zugang zu diesen Entscheidern haben – bevor sie mit einem Gesetzesentwurf um die Ecke kommen. Sektorspezialisten wie wir antizipieren dies und versuchen aktiv zu gestalten.

Ein anderes prominentes Beispiel stammt aus dem letzten Jahr, als Brüssel im Zuge der Gaspreisexplosion nationale Strompreisbremsen implementieren ließ. Diese krasse bürokratische Maßnahme hat Ruhe in die Märkte gebracht – von Spotmarkt-Verkäufen hin zu zwei- bis dreijährigen Stromabnahmeverträgen.

Also: Es gibt sinnvolle Interventionen – aber vor allem in Zeiten, wo laut und schnell diskutiert wird und Wählererwartungen bedient werden sollen, werden die Instrumente nicht selten missbraucht, so dass sie vor allem im Bereich der Infrastruktur mit ihren eigenen langfristigen Anforderungen den eigentlichen politischen Zielen einer Resilienz entgegenstehen.

Was kann man der deutschen und der europäischen Politik bezüglich Regulierungsraten, konkret bei der Infrastruktur?

DAUM Wie Tobias Griesshaber gesagt hat, sind natürlich Verlässlichkeit der Politik und auch ihre Visibilität wichtig. Angesichts der unübersehbar auf dem Tisch liegenden Herausforderungen bei Infrastruktur-Investitionen in Deutschland und Europa stellen wir durchaus bei vielen politischen Entscheidungsträgern fest, dass diesen mittlerweile völlig klar ist, welche Rolle hier Privatmärkte und private Geldgeber spielen. Spielen müssen. Für manche ist das durchaus ein Paradigmenwechsel – nämlich zu realisieren, dass keineswegs der Staat allein diese Herausforderungen stemmen kann, sondern hier mit Partnern aus Industrie und Finanzbranche kooperiert werden muss.

Verständnis in der Politik ist das eine, Regulierungswut das andere?

MÜLLER-GLUNZ Die Anforderungen an das Berichtswesen nach außen sind gestiegen.

Sie bieten meines Erachtens kaum Nutzen, wenig Mehrwert. Die Anforderungen der EU sind vielfach auf liquide Märkte ausgelegt und spiegeln die Besonderheiten der Private Markets nicht korrekt wider. Die Manager, insbesondere die auf deutsche oder europäische Investoren ausgerichteten, schaffen es, uns die Daten zu liefern. Wir können den Berichtspflichten nachkommen. Aber diese Pflichterfüllung stiftet keinen großen Nutzen.

Ob man das bei Gesetzgebern und Regulatoren je erkennen wird, daran zweifle ich. Bei Private Markets auch deshalb, weil der Anteil an der Gesamt-Allokation häufig immer noch überschaubar ist.

Einer meiner Mandanten teilte mir Anfang des Jahres sinngemäß mit, dass ich im nächsten halben Jahr nicht mit ihm rechnen könne, denn er habe einen Katalog mit über 300 Fragen von der BaFin zu ESG erhalten, der ihm alle Kapazitäten für das Tagesgeschäft raube. Und er prognostizierte, dass auf die Antworten dann noch ein paar Rückfragen folgen werden, das Ganze anschließend aber irgendwo für immer abgelegt und ungenutzt verstauben werde.

SCHNURBUS Als KZVK unterliegen wir nicht direkt der BaFin-Aufsicht, sondern der Verbandsaufsicht. Wengleich auch hier Berichtspflichten bestehen, sind diese spezifischer und haben sicherlich keine 300 Fragen. Gleichwohl merken wir bei neuen Fondszeichnungen, dass steuerliche und regulatorische Anforderungen – und damit auch die diesbezüglichen Kosten – sichtlich zulegen. Als Beispiel sei die Regulierung nach Artikel-8-/-9-Fonds genannt: Während wir den Gedanken grundsätzlich für richtig halten, wurde hier anfangs versäumt, vernünftige Mindeststandards einzuführen – so dass nun umständlich nachjustiert wird. Für Kapitalanleger bedeutet dies: mehr



TOBIAS GRISSHABER

»Unser Investitionshorizont umfasst zahlreiche Legislaturperioden, in denen verschiedene demokratische Regierungen Verantwortung tragen.«

Tobias Griesshaber ist Co-Head of Investments bei Energy Infrastructure Partners (EIP) und verfügt über mehr als ein Jahrzehnt Erfahrung im Energiesektor. Der gelernte Ingenieur (Karlsruher Institut für Technologie und ETH Zürich) sitzt im ESG-Investitionsausschuss von EIP und ist Vorstandsmitglied von zwei der größten Onshore-Windparks in Europa. Vor seiner Zeit bei EIP war der gebürtige Stuttgarter in Schlüsselpositionen für den Energieversorgungskonzern RWE tätig.

Die **Energy Infrastructure Partners AG** ist ein Vermögensverwalter, der sich auf langfristige Direktinvestitionen in qualitativ hochwertige, bedeutende und systemkritische Energieinfrastrukturanlagen spezialisiert hat. Mit

einem verwalteten Vermögen von mehr als fünf Milliarden Euro und einem über 100 Köpfe starken interdisziplinären Team von Anlageexpertinnen und -experten sieht sich das Unternehmen als führend bei der Entwicklung und Verwaltung von Anlagelösungen für institutionelle Anleger. Dabei setzt das Haus auf eine enge Zusammenarbeit mit seinem globalen Netzwerk, seinen Partnern im Energiesektor und der öffentlichen Hand.

Zu den bestehenden Investoren von EIP gehören unter anderem Pensionskassen, Versicherungsgesellschaften und große Family Offices, die zunehmend daran interessiert sind, einen Beitrag zur Energieversorgungssicherheit zu leisten, um positive wirtschaftliche, ökologische und soziale Entwicklungen zu fördern, und deren langfristiger Finanzierungsbedarf weitgehend mit der Anlageklasse Energieinfrastruktur übereinstimmt. **BAZ**

Aufwand, mehr Kosten und wenig inhaltliche Sinnhaftigkeit.

DAUM Fragen wir uns kurz, was mit ESG erreicht werden soll. Beispiel Dekarbonisierung: Was die gegenwärtige Regulierung leider macht, ist, das Kapital stumpf Richtung Grüne Energien zu lenken, die schon da sind, auch mit Artikel-9-Fonds – statt in Transformation. Die Dekarbonisierung braucht aber Investitionen in alte Assets, die dann in neue transformiert werden. Also: Kohlekraftwerke, Rückbau und dann Richtung Wasserstoff, Fernwärme-Netzwerke dekarbonisieren, Biomasse et cetera. Das braucht extrem viel Kapital. Dieses wird hiervon durch die Regulierung mit Artikel-9-Fonds abgezogen, ohne also zur Dekarbonisierung beitragen zu können.

LANG Zwei Gedanken von mir dazu. Zuerst ein Beispiel, welche Blüten Regulierung treiben kann: Wir haben auch einen Impact PE-Fonds, der nur in Frontier Markets unterwegs ist, wo wir mit internationalen Entwicklungsorganisationen zusammenarbeiten. Fokussierter kann man Impact nicht betreiben. Und wir haben es nun wirklich aufgegeben, diesen Fonds als Artikel 9 zu klassifizieren. Wir sind wahrhaftig kein kleiner Investor, aber die Anforderungen an das Reporting, das dann die Zielfonds in den Frontier Markets generieren müssen, sind so hoch, dass vielleicht Global Player die Ressourcen für so etwas haben.

Wir wollen wirklich vor Ort mit kleinen Akteuren in Afrika, in Asien, mit kleinen lokalen Private Equity Managern zusammenarbeiten. Die aber strecken da alle vier von sich, weil sie diese Anforderungen schlicht nicht erfüllen können. Ergebnis: Die EU treibt mit ihrer eurozentrischen Regulierung die Investoren regelrecht aus diesen Initiativen und diesen Märkten, die

» Wir wollen nicht, dass ein Private Equity Manager ein Asset über 10, 15 Jahre hält.«

STEFAN SCHNURBUS

dann nur noch von denen besetzt werden können, die über entsprechende Back Offices verfügen. Völlig absurd? Ja.

Das ist der eine Gedanke. Auf der anderen Seite ...

LANG ... das Thema Transparenz – auch eine Anforderung an unsere Manager. Wie hier eben diskutiert, sind Private Markets als Asset-Klassen über die letzten Jahre aus dem Nischenstatus herausgewachsen – bis in das Zentrum unserer Portfolios. Damit steigen auch unsere Anforderungen, wie wir dies risikoseitig managen und vor unseren Gremien mit der erforderlichen Transparenz Rechenschaft ablegen.

Folge ist, dass wir jenseits der Regulierung die Erwartung an die Manager haben, hier mehr standardisierte Transparenz zu zeigen. Wir treiben viel Aufwand, einen Look through zu bekommen. Aber man muss sagen: Stand heute machen es uns die GPs hier nicht einfach. Hier erwarten wir einen wachsenden Reifegrad der Anbieter.

GRIESSHABER Wir müssen uns dem Anspruch stellen, gesellschaftliche und politische Erwartungen umzusetzen. Insofern hat auch ein Artikel 9 seine Berechtigung,



aber auch wir vermissen darin manches, zum Beispiel die dort ausgeschlossene Wasserkraft. Man lenkt Gelder in Technologien, die wirklich die günstigsten sind – Solar und Wind –, aber nur das zu machen, wird uns nicht die Versorgungssicherheit geben, die wir brauchen. Wie David Daum denke ich, dass es einen strategisch breiteren Ansatz geben muss. Die SFDR ist ja auf einem vernünftigen Weg. Anfangs war das nicht einfach, aber wir haben früh gemerkt, dass die Investoren hier hohe Erwartungen an das Berichtswesen haben. Allein schon wegen des Risikos des Greenwashings, dem wir alle deutlich entgegenreten müssen! Wichtig ist, dass wir im Dialog bleiben und Rückmeldung geben. Meine Erfahrung ist, dass zum Beispiel bei der PRI-Initiative durchaus zugehört wird. Wenn zahlreiche Manager Defizite rückmelden, wird dort auch reagiert. Aber: Das braucht alles seine Zeit.

SCHNURBUS Der Herausgeber hat uns ja im Vorgespräch ermuntert, hier auch über Probleme zu sprechen. Deshalb möchte ich ein Problem konkretisieren: nämlich, dass jeder den Begriff der Nachhaltigkeit anders auslegt. Wir als europäischer Investor mit einem entsprechenden Background gehen das Thema mit recht klaren Vorstellungen an. Es gibt aber andere, bei denen dies von untergeordneter Bedeutung ist, und dann wieder andere, die stehen unseren Vorstellungen diametral entgegen. Da sind wir beim Kern der Sache: Wie soll man sich hier auf einen Standard einigen, und wie soll dieser überhaupt aussehen? Wir bekommen häufig Rückmeldung von den Managern, dass unsere Absichten ja schön und gut seien, aber dass man auch zahlreiche Investoren aus dem Nahen Osten habe, die vieles ganz anders sehen.

Und dann?



↑ Infrastruktur – eine Asset-Klasse, bei der Größe und Komplexität kaum Grenzen kennen: Flughafen Frankfurt.
Foto: Pascal Bazzazi.



GEORG MÜLLER-GLUNZ

» Wir mögen keine AuM-Maximierer, die immer größere Fonds auflegen und irgendwann in einem ganz anderen Marktsegment unterwegs sind.«

Georg Müller-Glunz ist seit über 15 Jahren an Bord der Provinzial Asset Management. Zuvor war er nach dem Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Philipps-Universität Marburg unter anderem bei einer Privatbank, einem Family Office sowie einem ärztlichen Versorgungswerk tätig.

Die Provinzial Asset Management GmbH, kurz ProAM, verwaltet als Asset Manager die Vermögen ihrer Kunden in den Anlageklassen Aktien, Renten, Immobilien und Alternative Investments und bietet darüber hinaus ganzheitliche Dienstleistungen im Bereich der Investmentstrategie und Bilanzierung an.

Die ProAM wurde 2006 gegründet. An den beiden Standorten in Münster und Düsseldorf verwalten mehr als 130 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter circa 44 Milliarden Euro an Kapitalanlagen des Provinzial Konzerns und anderer institutioneller Kunden. BAZ

SCHNURBUS Wir lösen das beispielsweise über Side Letter Opt out-Regelungen, über die man dann möglicherweise an gewissen Investments nicht partizipiert. Oder es gibt Regelungen, dass man hier gewisse Informationen separat zuliefert. Aber das ist es dann auch, so dass wir eben oftmals mit Anbietern, die unseren Vorstellungen nicht entsprechen, nicht zusammenarbeiten. Wir wollen zuallererst verstehen, wie wichtig und wie kongruent das Thema beim Anbieter platziert ist. Und solange man sich hier nicht auf einen einigermaßen validen Standard einigen kann, wird die Praxis schwierig bleiben (müssen). Unsere Position ist es dennoch, möglichst viel von unseren Vorstellungen auch in den Markt zu bringen, denn wir sind davon überzeugt, dass diese nicht ganz verkehrt sind.

DAUM Das kennen wir ähnlich, sogar ganz in der Nähe. Ein Beispiel: Fernwärmeversorgung im Ruhrgebiet, gehört Uniper, Kohle-basiert. Fernwärmeversorgung Berlin, gehört Vattenfall, Kohle-basiert; beide wollen gerade verkaufen. Zwei Investitionen direkt vor unserer Haustür, wo man ordentlichen Dekarbonisierungs-Impact erzielen könnte, um unsere Wärmeversorgung fit für die Zukunft zu machen. Aber zwei Investitionen, bei denen es sicher sehr kompliziert wird, deutsches institutionelles Kapital – ausländisches gibt es mit weniger ESG-Ambitionen – zu gewinnen. Da darf ich fragen, ob es die richtige Entwicklung ist, die wir hier mit der Regulierung triggern. Setzen die Verantwortlichen in Deutschland für die richtigen Investitionen in Deutschland mit lokalem Kapital die richtigen Anreize?

Die alte Frage in der Nachhaltigkeit – was gut ist und was nicht, was ökologisch ist und was nicht – hat ja seit jeher das Problem, normativ

zu sein. Naher Osten, aber selbst Frankreich und Deutschland haben unterschiedliche Vorstellungen. Positiv könnte man das Vielfalt nennen. Aber wenn wir hier wirklich zu großen, einheitlichen Standards kämen: Hätten wir dann nicht das Problem der Prozyklik?

SCHNURBUS Neben der Problematik einer vermeintlichen Prozyklik sehen wir vor allem die Herausforderung für kleinere, agile Manager am Markt; denn so begrüßenswert eine Standardisierung einerseits wäre, so führt sie andererseits bei den Anbietern zu einer Art von Aufwand in der Umsetzung, die vermutlich nur die größeren Manager gut darstellen können. Das fördert die bereits jetzt schon ersichtliche Bifurkation der Manager und wird kleinere Manager vor Herausforderungen stellen.

LANG Wenn man wie wir als 25 Milliarden schwerer Investor ESG in einem breit diversifizierten Portfolio-Rahmen ernst nimmt – also nicht mal irgendwo in einen grünen Fonds investiert und den ins Schaufenster stellt –, dann ist unser Grundgedanke, Partner auszuwählen, die in der Frage ein ähnliches Mindset wie wir haben. Die also nicht stumpfe ESG-Vorgaben brauchen, sondern selbständig operieren. Das funktioniert natürlich nicht immer, und nicht überall stellt sich in der Praxis heraus, dass der Partner so agiert, wie wir uns das vorgestellt haben, aber im Großen und Ganzen fahren wir gut mit diesem Ansatz. Gerade in den Private Markets haben wir einige Partner identifiziert, die ESG sehr ernst nehmen und bei ihren Portfolio-Unternehmen unmittelbar und professionell umsetzen.

Gerade in den Private Markets führt zu Vielfalt, dass andere Investoren, zum Beispiel aus dem erwähnten Nahen Osten, andere Private Equity-Akteure mit anderen

Vorgehensweisen mandatieren. Diese Differenzierungen sollten wir zulassen, und dann wird sich so schnell keine Prozyklik entwickeln.

SCHÄLI Das Schöne an Infrastruktur-Direktanlagen im Portfolio ist, dass man über fünf bis sieben Jahre die direkte Kontrolle hat. Über den Aufsichtsrat, über die eigenen ESG-Strategien ... Ein zu fixer Standard wäre dort nicht immer zielführend. Wir können unsere eigenen Prioritäten setzen – und umsetzen; und das Ganze regional angepasst an die Notwendigkeiten in Asien, in Europa, in Nordamerika mit ihren unterschiedlichen Ausgangslagen, ihrer unterschiedlichen Regulatorik. Hilfreich ist ein gemeinsames Grundverständnis über ESG, aber strikte, generelle Vorgaben würden dann auch unternehmerisch einschränken. Und die Welt und ihre Gesellschaften verändern sich. Laufend. In fünf Jahren werden die Menschen andere Schwerpunkte setzen als heute, auch in Sachen Nachhaltigkeit. Das verläuft ja alles stets dynamisch. Ein allgemein akzeptierter Standard von heute kann in fünf Jahren schon Makulatur sein.

MÜLLER-GLUNZ Wichtig für uns ist auch die Frage der Unternehmensführung – ein Aspekt, der einen wesentlichen Vorteil von Private gegenüber Public Markets bietet. Die Incentivierung der Manager, der Geschäftsführer, die als Gründer oder MBOs selbst beteiligt sind und demzufolge anders führen als angestellte Manager in den Public Markets. Dort bekommen Sie das in dieser Form nicht.

Der GP hat Skin in the Game, der Unternehmens-Manager Boots on the Ground.

MÜLLER-GLUNZ So ist das.

Während der Finanzkrise haben wir gesehen, dass Private Markets eine gute Bewertungsstabilität gezeigt haben. Ist das derzeit wieder der Fall?

SCHNURBUS In der Tat ist Private Equity wie schon damals auch heute Diversifikator. Wenn wir auf unser eigenes Portfolio blicken, haben sich die Bewertungen sehr lange sehr gut gehalten, sind sogar trotz einzelner Rückschläge, die wir dann im zweiten Halbjahr 2022 gesehen haben, noch gestiegen. Das Portfolio ist auch jetzt noch recht stabil.

Typischerweise liegen die Bewertungsrückgänge bei etwas unter 50 Prozent derjenigen der Public Markets-Bewertungen, das haben wir auch jetzt wieder gesehen.

MÜLLER-GLUNZ Wie erwähnt, verfolgen auch wir bei Private Markets eine langfristige Strategie. Wenn wir gefragt werden, weisen wir stets darauf hin, dass ein Private Equity-Fondsinvestment über viele Jahre gehalten wird, im Zweifel mehrere Wirtschaftszyklen und dabei sicherlich mindestens eine Rezession durchläuft. Wahrscheinlich kennt jeder von Ihnen die übliche Frage, ob es denn sinnvoll sei, gerade jetzt, in diesem Monat, in diesem Jahr, in diesem Zyklus in Private Equity respektive Private Markets zu investieren. Die Frage ist für uns jedoch nicht zielführend.

Wir zeichnen Fonds mit Investitionsperioden von mehreren Jahren. Wir verpflichten uns heute und wissen genau, dass die Gelder sukzessive abgerufen werden und dass wir erwartungsgemäß über die Fondslaufzeit auch mindestens eine schwierige Marktphase erleben werden. Die Anbieter hier im Raum tätigen ja direkte Investments und agieren da vermutlich mit mehr Blick auf das Timing als wir. Jedenfalls sind wir uns im Klaren, dass es immer und immer wieder schwere Zeiten

» Die ganze Wahrheit kommt erst ans Licht, wenn Transaktionen in großer Zahl stattfinden.«

STEPHAN SCHÄLI



gibt. Aber wir haben sie mit den von uns betreuten Portfolios in den letzten 25 Jahren alle gut durchgestanden.

SCHÄLI Privatmärkte sind grundsätzlich nicht entkoppelt von Öffentlichen Märkten. Wir haben in den letzten zwölf Monaten eine relativ hohe Bewertungsstabilität gesehen. Man muss aber auch sagen, dass die Transaktionshäufigkeit wenig überraschend gesunken ist. Und die ganze Wahrheit kommt erst ans Licht, wenn Transaktionen in großer Zahl stattfinden. Wir sehen schon etwas weitere Spreads derzeit, ein bisschen mehr Bid und Ask.

In den Secondary-Märkten registrieren wir Abschläge von fünf bis 15 Prozent auf Qualität – infolge Zinsfuß ist das nicht eins zu eins in Bewertungen zu übertragen, gleichwohl muss man hier und da jetzt anpassen.

Offenkundig liegt die Wahrheit in den einzelnen Portfolios. Assets guter Qualität werden weiter wie gehabt gehandelt, oftmals Unternehmen, die organisches Wachstum aufweisen. Portfolios schlechterer Qualität werden jetzt vermutlich eher etwas länger gehalten werden müssen. Aber auch hier haben die meisten Investoren in der jüngeren Vergangenheit meist erhebliche Wertsteigerungen verzeichnet, so dass die derzeitigen Abschläge relativiert werden müssen.

LANG Natürlich sind die Renditen und Bewertungen unserer Private Markets für uns wichtig. Aber Bilanzierungs- und Bewertungsfragen sind für uns nicht der ausschlaggebende Grund, in Private Equity zu investieren, das wäre uns zu kurz gesprungen. Das HGB lässt uns auch bei Public Equity ausreichend Spielräume, nicht jede Volatilität durch die Bilanz wandern zu lassen. Private Equity eröffnet uns vielmehr Zugang zu Sektoren der

» Man muss im Dialog sein und Zugang zu den Entscheidern haben – bevor sie mit einem Gesetzesentwurf um die Ecke kommen.«

TOBIAS GRIESSHABER

Wirtschaft, die über Public Equity gar nicht erschließbar sind; das gilt besonders für die Wachstumsbranchen. Das heißt: Das für uns entscheidende strategische Argument ist das der Diversifikation, die ich allein über Public Equity gar nicht angemessen erreichen kann.

DAUM Was ist einer unserer Ansprüche als Privatmarktanleger? Alpha für unsere Kunden erzielen, zum einen durch Diversifikation. Ja, gerade bei Wachstumsthemen – Dekarbonisierung, Biogas, Batterien et cetera – können wir in Unternehmen investieren, die nicht oder kaum an den Öffentlichen Märkten gehandelt werden. Der Grund ist einfach: Unternehmen brauchen eine gewisse Größe, bevor sie überhaupt an die Börse gehen können. Wir können dieses Wachstum begleiten und den Wert schaffen, bis die Aktionäre bzw. die Börse übernehmen. Das Zweite ist Governance. Zumindest in meinem Team verbringen wir geschätzt 70 Prozent unserer Arbeitszeit in den Aufsichtsräten. Faktisch sind wir mehr Unternehmer als Anleger.

LANG Alpha ist natürlich immer gut, besonders in Relation zu Public Equity. Innerhalb der Private Markets selbst ist das aber nicht unsere erste Erwartung. Der Grund für uns, in Private Markets





↑ Moderator Detlef Mackewicz.

als Langfrist-Investor zu investieren, ist erstmal das Beta dieser Markets. Ich will in den Märkten rund um den Globus investiert sein, wo Produktivitätswachstum, wo realwirtschaftliches Wachstum stattfindet. Unsere strategische Aufgabe für unsere Versicherten ist es, deren Gelder auf diesem Planeten dort zu platzieren, wo Wachstum stattfindet. Und da bringen uns die Private Markets möglicherweise schneller hin als die Public Markets.

GRIESSHABER Unsere Erfahrung ist es, dass es häufig die Oligopolisten mit ihren Vormachtstellungen sind, die eine gewisse Resilienz und Kontakte zur Politik haben, also wirklich schon mit Boots on the Ground sind. Diese suchen dann Asset Manager wie uns, um zur Aufrechterhaltung der eigenen Innovationskraft mit Spezialisten zu kooperieren, die aus verschiedensten Portfolio-Gesellschaften verschiedene Trends zusammenführen und mit einbringen; gerade auch bei Core Plus, zum Teil sogar Core, und nicht nur

Value Add. Ich habe das bei einem der größten Molekular-Erdgas-Netzbetreiber, also LNG, erlebt: Der wollte schnell auf Wasserstoff expandieren und sucht daher Asset Manager wie uns, um diese Transition zu gestalten. Und zwar nicht nur von innen heraus, sondern mit externem Impuls. Und dann schafft man Beta und Alpha gleichermaßen, nur meist etwas zeitversetzt.

SCHNURBUS Wir wollen nicht, dass ein Private Equity Manager ein Asset über 10, 15 Jahre hält. Im Gegenteil: Wir erwarten einen klaren Value Creation Plan, der auch bis zum Exit eingehalten wird. Wir wollen, dass Manager mit ihrer spezifischen Expertise transformativ agieren. Insofern stellt sich zuweilen in der Tat die definitorische Abgrenzungsfrage, was an der Performance nun Alpha und was Beta ist.

SCHÄLI An der Börse kann ich in den Index investieren, Beta kaufen und habe auch im aktiven Fondsmanagement verhältnis-

mäßig wenig Schwankung. In den Privatmärkten mit den verschiedenen Stilen, mit verschiedenen Herangehensweisen, können die Renditedifferenzen durchaus groß sein. Und wenn Sie nur noch gehebelte Renditen bekommen, wie sehen denn dann Risiko und Ertrag im Vergleich zur Börse noch aus? Illiquidität und Komplexität müssen ja irgendwie abgegolten werden. Ob wir das nun Outperformance, Alpha, Value Creation nennen – am Ende gehört das zu den Privatmärkten dazu.

Wo liegen die Unterschiede zwischen dem Aufbau eines Private Equity- und eines Infrastruktur-Portfolios?

SCHÄLI Private Equity ist ein tiefer Markt, und auch über Secondaries kann man Portfolios kaufen und Strategien recht genau umsetzen. In der Infrastruktur ist der Markt enger, die Möglichkeiten limitierter, weniger Fonds, mehr Direkt- und Co-Investments. Die Fonds- und Secondaries-Welt bei Private Equity ist vielfältig, in der Infrastruktur überschaubar.

Außerdem sind die Cashflows andere: Private Equity-Portfolios sind hier schneller, haben nach drei, vier Jahren schon signifikante, stetige Rückflüsse. In der Infrastruktur, gerade abseits Core und in jüngerer Infrastruktur, reden wir hier eher von sieben bis zehn Jahren, bis ich an signifikante Cashflows komme. Das heißt für uns, unsere Investoren gut zu kennen und zu wissen, welches Cashflow-Profil sie bei welchen Rendite-Erwartungen suchen.

SCHNURBUS Grundsätzlich kann ich das bestätigen, und in der Tat agieren wir auch so im Portfolioaufbau. Die Halteperioden in Private Equity sind viel kürzer, das Renditeprofil ein anderes. Allein daraus ergibt sich, dass wir bei Private Equity immer wieder neu zeichnen, in kürzeren Fristen

denken, mit höherer Streuung agieren müssen, während wir in der Infrastruktur durchaus auch mal mit größeren Volumen und langfristiger arbeiten. Außerdem ist das Universum der Infrastruktur-Fonds viel kleiner als das der Private Equity-Fonds.

Nun werden die Zeiten also härter. Haben Sie Ihre Return-Erwartungen vor dem Hintergrund der Entwicklung der letzten 18 Monate konkret korrigiert?

GRIESSHABER Der Leitzins der EZB hat in den letzten 12 bis 14 Monaten um 400 Basispunkte angezogen. Da können Equity-Akteure nicht einfach mitgehen. Wie Stephan Schäli können auch wir geringere Transaktionsvolumen beobachten, weil sich die Märkte erst finden und die Fair Values in diesen volatilen Zeiten bestimmen müssen. Jedenfalls wäre es sicher falsch, den Investoren zu versprechen, sie bekämen nun trotz gestiegener Finanzierungskosten für Infrastruktur und Private Equity diese 400 BP schlicht on top. Zumindest der derzeitige Ausblick der Inflationserwartungen ist rückläufig. Wie bereits besprochen, sollte man jedenfalls nicht kurzfristig agieren, sondern das Portfolio langfristig betrachten. Denn eine ruhige Hand hat sich doch häufig bezahlt gemacht.

DAUM Wir alle wissen nicht, wo die Zinsen in der Zukunft liegen werden. Es ist jedoch unser Anspruch an unser Portfolio, in Infrastrukturanlagen zu investieren, die uns einen gewissen Schutz vor diesen Zinsschwankungen bieten. Ob wir dann im Einstieg ein oder zwei Prozent mehr Rendite in unserem Basisszenario erwarten, ist gar nicht so relevant, weil wir wissen: Wenn die Zinsen hochgehen, dann werden wir partizipieren und damit wieder unsere Rendite steigern. Es muss der

» Wer weiß schon, was in fünf oder zehn Jahren gerade en vogue ist oder besonders unter Druck? «

GEORG MÜLLER-GLUNZ



Anspruch an unser Infrastruktur-Portfolio sein, auch bezüglich der Inflation und der Zinsschwankungen resilienter zu sein als ein Private Equity-Portfolio.

SCHÄLI Im Segment Private Equity Buyout erwarten wir Renditen von 15 bis 19 Prozent. In der kürzeren Perspektive erwarte ich hier eher Werte am unteren Ende, weil jetzt die Haltedauern wieder steigen. Statt drei, vier Jahre muss man die Assets jetzt oft wieder fünf bis sieben Jahre halten, die IRR passt sich entsprechend an. Man kann weniger Schulden auf die Transaktion aufnehmen, entsprechend sinkt die IRR, und zur Kompensation sind die Einstiegspreise etwas tiefer. Jedenfalls haben wir im letzten Jahr immer noch sehr hohe Renditen im Buyout-Bereich gesehen. Dass sich das nun in einem Umfeld mit höheren Zinsen etwas normalisiert, sollte klar sein. Aber mit einer langfristigen Strategie spielt die Bewegung der IRR wahrscheinlich nicht die größte Rolle. Doch natürlich gibt es auch Investoren, die erstaunt sind, dass die Renditen nicht mehr dort sind, wo sie vor kurzem noch waren.

GRIESSHABER Eine Gefahr, die ich eher als den Zins für Europa und seine Infrastruktur sehe, ist der fiskalischen Austerität geschuldet – zumindest, wenn diese die nötigen Investitionen in Infrastruktur verhindert, parallel die USA hier aber expansiv vorgehen, Stichwort Inflation Reduction Act. Und im Osten, nah und fern, vor allem in China, geht man dieses Thema ohnehin energisch an. Wir alle müssen jetzt beweisen, dass das Prinzip der Good Governance und der nachhaltigen Ausrichtung auch tatsächlich auf Dauer bessere Returns liefert. Dann sind wir auf einem guten Weg, der uns auch weit bringen wird.

Die Inflation grassiert ja jetzt schon seit einiger Zeit, und Sie hatten bei Ihren Investments in die Private Markets wie auch in Equity im Allgemeinen sicher auch stets den Inflationsschutz im Hinterkopf. Wenn Sie diese Situation jetzt beurteilen, können Sie diesen Inflationsschutz erkennen?

LANG Ich kann Ihnen jedenfalls sagen, dass wir ihn an einigen Stellen nicht erkennen können. Wenn man als Volkswirt auf die Inflation guckt, ist es ein typischer Standard-Lehrsatz, dass Aktien eine inflationsstabile Asset-Klasse sind. Nun, 2022 hat wohl deutlich gezeigt, dass die empirischen Erkenntnisse auch andere sein können – zumindest kurzfristig. Ähnliches gilt für die Immobilienmärkte.

In den Private Markets lernen wir zurzeit von Monat zu Monat dazu. Stand heute sage ich, dass die Asset-Klasse Infrastruktur unsere Erwartungen an ihre Inflationsstabilität erfüllt. Wir sehen, dass das Durchholen von Indexierungen offensichtlich bei Infrastruktur-Investments effektiver und schneller möglich ist als bei Real Estate, wo man vielleicht entsprechende Mietverträge hat, aber die Manager die Erhöhungen in der Praxis nicht immer einfordern können, da am Markt nicht durchsetzbar. Infrastruktur wirkt hier stabiler. Das ist Stand heute unsere Lesson learned.

Aber gut, lassen wir mal noch zwei, drei Jahre eines inflationären Umfelds ins Land gehen, bevor wir neue Lehrsätze formulieren. Das wären für uns alle 15 Jahre lange nicht gesehene Rahmenbedingungen. Aber nochmal: Unsere Erwartung ist, dass wir mit Infrastruktur eine relativ inflationsstabile Asset-Klasse im Portfolio haben.

SCHNURBUS Man muss sich vor Augen halten: Wir hatten in der Infrastruktur im letzten Jahr eine zweistellige Rendite. Das ist in einem Jahr mit derart exorbitantem

Zinsanstieg bemerkenswert, und hier war sicherlich die Weiterreichung der Inflation über die Erträge hilfreich.

Und künftig? Werden wir sicherlich sehen, dass auch hier Bewertungen nachgeben müssen. Denn viele Unternehmen sind immer noch extrem günstig finanziert. Und werden irgendwann in eine Situation kommen, sich refinanzieren zu müssen. Die einen früher, die anderen später. Und um beim Exit des Investments keine Bewertungsüberraschung zu erleben, werden Zeitpläne nach hinten geschoben oder Continuation Funds aufgelegt. Inflationsschutz ist das eine. Bewertungen das andere. Und wir haben derzeit einfach noch relativ wenige Transaktionen. Das ist noch nicht vorbei mit dem Zusammenfinden von Kauf- und Verkaufspreisen.

Die Inflation ist offenkundige Realität. Die Deflation – bei den Real Asset-Preisen und im FI-Bestand – aber auch. Inflation und Deflation mischen sich derzeit quasi etwas. Das Phänomen betrifft auch die Suche nach Opportunitäten und das Vermeiden von Fehlinvestitionen, nehme ich an?

GRIESSHABER: Nehmen wir als Beispiel die besonders in Deutschland prominente Windenergie und hier die europäischen Spieler Vestas, Siemens Gamesa, Nordex und Enercon: Praktisch alle schreiben seit drei Jahren Verluste. Die Herausforderung für alle ist nun, dass sie die Effizienz der bestehenden Anlagen sicherstellen, während sie neue Produkte entwickeln. Es geht um nichts Geringeres, als Versorgungssicherheit für Industrie und Gesellschaft in Deutschland zu gewährleisten, ohne immense Abhängigkeiten auf der Importseite zu schaffen, sondern durch Ausbau heimischer, nachhaltiger Energiequellen.

Hört sich teuer an.

»Das Durchholen von Indexierungen ist bei Infrastruktur effektiver und schneller möglich als bei Real Estate.«

OLIVER LANG

GRIESSHABER Größere Rotoren, neue Turbinen, Demonstratoren hierzu bauen und dann die Produktionskapazität erhöhen – das sind Investitionen, die derzeit im Marktumfeld und bei den Lieferketten-Unsicherheiten kaum zu stemmen sind. Die Gefahr dabei: dass man als Investor auf eine Vision setzt, die eher eine Fata Morgana ist. Man sieht auch Projekte von Vattenfall oder US-Akteuren, die dort gewisse Preise auf der langfristigen Einnahmenseite eingelockt haben und bei steigenden Kosten nun kurz vor Baubeginn canceln. Da fallen gerade Projekte nach und nach weg. Wie Sie sagen, Versorgungssicherheit hat ihren Preis. Wir gehen also durch eine extrem turbulente Phase. Da muss man wissen, was man kauft und wie die Stromabnahmeverträge aufgesetzt sind.

Können Sie das genauer ausführen?

GRIESSHABER Wir wissen alle: Mal weht der Wind, mal nicht; mal scheint die Sonne, mal nicht. Wenn Sie aber als Produzent dem Abnehmer vertraglich eine konstante Strommenge zugesagt haben und ihr Konzept ist, die fehlende



Werden Sie Teil eines jungen und wachsenden bAV Netzwerkes!



www.pensions-akademie.de



Menge am Markt zuzukaufen, dann kann die plötzlich hohe Volatilität der Strompreise die Projektgesellschaft in die Insolvenz treiben. Das haben wir oft genug im Markt gesehen; glücklicherweise nicht in unserem Portfolio, aber bei Akteuren, die weniger vorausschauend gehandelt haben. Und ich denke, dass da noch einiges passieren wird. Das heißt, es gibt Unternehmen, die bisher gut zurechtkamen oder auch vielleicht einen Wegfall kleiner Pipeline-Elemente nicht im Anlagenwert direkt zu spüren bekommen haben. Aber manche Ausbauziele sind gefährdet.

Was heißt das für den GP oder den Manager, den man auswählen sollte?

GRIESSHABER Dass er nicht nur auf am Wachstum ausgerichtete Entwickler ohne Bestandsanlagen setzen sollte. Wenn man ein Portfolio kauft, stellen die Bestands-Assets

eine Art Hedge gegen einen möglicherweise verschleppten Ausbau der Kapazitäten dar. Denn wenn infolge der ausbleibenden Neubau-Kapazitäten der Strompreis steigt, generiert der Bestand, der long auf Energy ist, höhere Einkünfte. Und damit hat man in einem Portfolio inhärent bereits einen Schutz. Ich glaube, da werden wir noch manche Überraschung sehen; zum Beispiel bei Akteuren, die jetzt ihre Supply Chain nicht im Griff und Projekte im Budget zu stramm geplant haben und nun vielleicht in Liquidated Damages, also Schadensersatzverpflichtungen, laufen.

Man verzichtet also jetzt, in diesem schwierigen Umfeld, nicht automatisch auf ganze Sektoren?

SCHÄLI Entscheidet man, dass ein Sektor besser ist als der andere? Ich denke nicht. Ergänzend zu dem, was David Daum eben sagte, müssen die Firmen, in

die wir investieren, Preissetzungsmacht am Markt haben, sie müssen global tätig sein. Denn kleinere Firmen, die bis dato sehr flexibel waren, aber in dem jetzigen Umfeld keine Marktmacht mehr haben, können die Inflation gar nicht mehr weitergeben. Es müssen auch dynamische Management-Teams sein, und es müssen Business-Pläne sein, die im Unterschied zu früher eher organisches Wachstum in den Vordergrund stellen. Aggressive Plattformstrategien, die rein über Fremdkapital finanziert werden, funktionieren nicht mehr. Cashflow zählt wieder. Man sieht am Markt durchaus Portfolios, die meines Erachtens hier aus der Historie einfach noch falsch aufgestellt sind, da in Vintage-Jahren investiert wurde, als das noch einfach ging. Diese Business-Pläne müssen jetzt angepasst werden. Ich denke, hier warten noch einige Herausforderungen.

DAUM Wird das Geld knapper, werden die Opportunitäten mehr. Hier muss man auf die Sektoren schauen, in denen Geld knapp wird. Da draußen sind immer noch Manager unterwegs, deren Kassen gut gefüllt sind. Und zusätzlich werden weniger Assets verkauft. Auch wir können Assets länger halten und haben Flexibilität im Exit. Also, in dem größeren Marktsegment, wo wir auch direkt tätig sind, liegen die Schnäppchen nach wie vor nicht auf der Straße. Aber darunter, auf kleinerer Ebene, findet man durchaus sehr viele Verkäufer, die gegen Deadlines laufen, Liquidität brauchen und Abgabedruck haben – wobei der Markt nicht so transparent ist.

Wie gehen Sie also vor?

DAUM Das steuern wir über die Unternehmen, die sich in unseren Portfolios befinden. Wenn ich einmal eine Erneuerbare

Energien-Plattform in Europa besitze, die in allen wichtigen Märkten präsent ist, kann ich viel schneller auch die kleinen Assets für drei, vier, fünf Millionen auf sammeln. Ähnlich für Datacenter: Wenn ich eine große Datacenter-Plattform neu kaufen muss, ist der Markt weiter eng, die Preise hoch. Wenn ich aber bereits über eine solche Plattform verfüge, kann ich über die derzeit sehr günstigen Zukäufe von kleineren Einheiten schnelles Wachstum induzieren. Über unsere Portfolio-Firmen Plattformen ausbauen und dabei die derzeit vielfältigen Opportunitäten bei kleinen Einheiten nutzen ist derzeit Teil unserer Strategie.

Themen timen an sich ist in Private Markets also eher keine Option?

MÜLLER-GLUNZ Tja, Themen und Timing. Mitte oder Ende der Neunziger, Anfang der Zweitausender gab es ja diese Themenfonds, die sich nicht alle gut entwickelt haben. Wir setzen in Private Equity seit Beginn grundsätzlich auf Manager-Expertise. Das heißt, wir fokussieren uns auf Manager und nicht auf bestimmte Themen. Wer weiß schon, was in fünf oder zehn Jahren gerade en vogue ist oder besonders unter Druck? Ich habe vor vier Jahren bei einer Veranstaltung eine Präsentation gesehen, nach der ein Portfolio, das sich auf Themenfonds fokussiert, eine um 0,5 Prozentpunkte höhere Rendite hatte. Da haben wir uns bestätigt gesehen, mit Blick auf das Risiko/Rendite-Verhältnis unter Berücksichtigung der Komplexität auf Manager zu schauen und nicht auf Themen.

LANG Wir treffen pro Monat Aberdutzende konkreter Anlageentscheidungen, und selbstverständlich reagieren wir an sehr vielen Stellen mit unserer Kapitalanlage konkret auch auf aktuelle Entwicklungen.

» Aggressive Plattformstrategien, die rein über Fremdkapital finanziert werden, funktionieren nicht mehr. Cashflow zählt wieder.«

STEPHAN SCHÄLI

Das gilt für Aktien, Fixed Income, Real Estate ... Das gilt aber weniger oder kaum bei den Asset-Klassen Private Equity und Infrastruktur. Dort herrschen andere Spezifika vor. Schon die Auswahl des Managers kann viele Monate in Anspruch nehmen, es folgt das Commitment, die Anlage der Gelder beginnt dann erst nach Monaten und zieht sich zuweilen über Jahre.

Wir wären völlig auf dem Holzweg, wenn wir versuchten, hierbei auf aktuelle ökonomische Gegebenheiten zu reagieren. Wie bei Kollege Müller-Glunz steht auch bei uns der Manager im Fokus der Entscheidung; seine Qualität, seine Governance, seine Erfahrung. Das gilt für Infrastruktur noch stärker als für Private Equity. Infrastruktur sehen wir uns auch als Co-Investments an, ggf. auch Continuation-Fonds. Hier reden wir am Ende von Jahrzehnten, die wir in einem Asset bleiben.

Danke für die Vorlage. Dann frage ich jetzt direkt die Investoren nach Ihren Kriterien für die Manager-Selektion.

MÜLLER-GLUNZ Erstmal: Der Manager muss das, was er vorhat und was wir von ihm wollen, schon mal erfolgreich umgesetzt haben. Das klingt vielleicht banal, ist es aber nicht. Es gibt durchaus einige Leute da draußen, bei denen – jetzt mal ein bisschen umgangssprachlich – wir uns manchmal fragen, haben die sich gestern im Zug im Sechserabteil kennengelernt und entschieden, einen Fonds aufzulegen? Mag ja sein, dass das irgendwann gute Manager werden, aber für uns ist das nichts. Wir können das nicht begleiten, nicht mit dem Geld der Lebensversicherer. Wir müssen von Haus aus umsichtig und verantwortungsbewusst sein und haben einen grundsätzlichen Ausschluss von First Time Funds.

Das bedeutet für die Analyse der Manager, dass diejenigen Menschen, die bei einem Anbieter für den guten Track Record verantwortlich sind, auch noch an Bord sein sollen. Wir müssen da tief einsteigen. Wir sehen uns auch die Eigentümerstruktur des Anbieters und die Nachfolgeregelungen genau an. Die handelnden Personen sollen die erwähnte Skin in the Game haben und eigenes Kapital investieren. Wir mögen auch keine AuM-Maximierer, die immer größere Fonds auflegen und irgendwann in einem ganz anderen Marktsegment unterwegs sind.

ESG ist bei uns ein K.o.-Kriterium. Der Manager muss einen ESG-Prozess durchlaufen – und wenn der nicht »Grün« zeigt, dann wird das nichts. Und das kann auch nicht overruled oder in die Zukunft verlagert werden.

SCHNURBUS Auch wir sind vorsichtig, was First Time Funds angeht, schließen diese allerdings nicht kategorisch aus, wenn das Gesamtpaket ansonsten absolut rund ist. Das Team ist dennoch ein wichtiger – wenn nicht der wichtigste – Aspekt; hier müssen Erfahrung und entsprechende Leistungsnachweise vorliegen, die Verantwortung auf mehreren Schultern verteilt sein und eine angemessene Interessengleichschaltung mit den Investoren bestehen. Wir legen zudem viel Wert auf eine differenzierte und im Zeitverlauf gleichbleibende Strategie.

Unser Vorgehen ähnelt eher dem eines Top-down-Ansatzes: Jeder Manager muss einen einzigartigen USP mitbringen, so dass wir beispielsweise gerne mit Sektor- oder Regionenspezialisten arbeiten; Risiken, die wir verstehen müssen und entsprechend vergütet haben wollen.

Die Selektion ist am Ende immer eine Frage des Gesamtpakets und nie schwarz oder weiß; davor stehen einige Dealbreaker,





wie zum Beispiel die angesprochenen ESG-Kriterien, investorenunfreundliche Terms oder instabile Eigentümerstrukturen, die eine Investition für uns ausschließen.

Und wie Stephan Schäli eben sagte: Bis dato war es doch relativ einfach, mit viel Rückenwind durch billige Refinanzierung zu guten Ergebnissen zu kommen. Das geht jetzt nicht mehr, und an sich begrüße ich das. Der Markt bereinigt sich etwas, und man sieht jetzt, welche Manager wirklich gut und operativ in den Unternehmen arbeiten.

» Wird das Geld knapper, werden die Opportunitäten mehr.«

DAVID DAUM

Mit billigem Geld kann jeder.

SCHNURBUS So ist es.

Wir haben bereits festgestellt, dass es weniger Exits gibt. Welche Konsequenzen haben jetzt die fehlenden Rückflüsse? Ist das Perpetuum mobile Private Equity/Infrastruktur ins Stocken geraten?

MÜLLER-GLUNZ Uns trifft das insofern nicht so direkt, weil wir ohnehin einen Aufbaupfad beschritten hatten. Wir haben schon seit einiger Zeit strukturell mehr Einzahlungen als Rückflüsse, insofern passt es.

SCHNURBUS Wir haben auch eine Aufbauphase, registrieren gleichwohl geringere Ausschüttungen als ursprünglich in den Modellen erwartet, insbesondere bei Private Equity. Ein echtes Problem ist das auch für uns nicht. Was uns ein wenig überrascht hat, ist, dass die Kapitalabrufe tatsächlich relativ gut mit unserer Prognose übereinstimmen. Hier existiert noch ein gewisser Backlog aufgrund der Credit Lines von geschätzt 12 bis 18 Monaten, so dass wir damit rechnen, dass dies jetzt zum Jahresende etwas runtergehen wird. Andererseits sehen wir vereinzelt bereits wieder sehr schöne Exits, bemerkenswerterweise gerade bei den kleineren Transaktionen.

Wie angedeutet, sitzen viele große Manager immer noch auf großen Dry Powder Pockets, die sie früher oder später unterbringen müssen. Und da bieten sich für manch kleineren Manager durchaus spannende Exit-Opportunitäten an. Und das beobachten wir aktuell.

Wie sehen Sie die Exit-Aktivitäten jetzt und in der Zukunft, Stephan Schäli?

SCHÄLI Sicher, 2021/22, gab es übergroße Transaktionsvolumen und kurze Haltefristen. Und diese Ausschüttungen weiter so zu antizipieren, wäre wohl falsch. Jetzt dagegen füllen sich die Pipelines – teils so weit, dass manche Investmentbanken gar keine Möglichkeiten mehr haben, weitere Exit-Kandidaten zu betreuen. Wir selbst haben auch viele Exit-Kandidaten, gewisse Buyout-Unternehmen, die wir planen, an den Markt zu bringen.

Und es gibt natürlich Investoren, die nicht so langfristig aufgestellt sind wie die Kollegen hier am Tisch. Auf der Sekundär-Seite, wo wir Portfolios einkaufen, gibt es durchaus Investoren, die aktiv Portfolios abgeben müssen, um ihre Allokation anzupassen. Die verkaufen teilweise ganze Abschnitte ihres gesamten Portfolios, schlicht um Anpassungen zu machen.

Haben die geringen Ausschüttungen auch Konsequenzen für Re-ups – für Fonds, die Sie schon im Portfolio haben, wie für die neuen Generationen, die jetzt in den Markt kommen? Und gibt es Auswirkungen auf die Ticketgrößen, die Sie abgeben? Werden vielleicht manche Fonds nicht berücksichtigt, weil eben auch weniger Kapital da ist?

MÜLLER-GLUNZ Wir haben unser Zeichnungsprogramm leicht angepasst, für dieses wie das kommende Jahr. Das gilt aber dann für alle Zeichnungen, ob das jetzt ein Re-up ist oder ein Fonds, den wir mit unserem Prozess selektiert haben. Ein Re-up muss sich den gleichen Anforderungen stellen wie jeder andere Fonds; bis auf die Tatsache, dass wir den Manager schon ein bisschen besser kennen, aber auch das wird nochmal neu geprüft. Und: Eine gewisse Reduzierung der Ticketgrößen gab es, aber nicht gravierend.

Wie ist das bei der KZVK?

SCHNURBUS Zum einen sehen wir natürlich auch bei uns den Nenner-Effekt. Den, denke ich, gibt es in jedem Portfolio mit einer gewissen Private Markets-Allokation. Und es ist natürlich auch eine Lesson learned aus der Finanzkrise, nicht hastig seine Ticket Size dann entsprechend runterzusetzen. Wir haben hier tatsächlich unsere Volumen nur minimal heruntergenommen.

Mit Blick auf die Re-ups denke ich, dass viele Manager in dem Boomjahr 21 vielleicht einfach ein bisschen zu schnell unterwegs waren. Ein bisschen ist noch milde gesagt, faktisch waren wir bei einigen wirklich überhaupt nicht zufrieden mit der Investitionsgeschwindigkeit. Wenn bei einer Investitionsperiode von vier oder fünf Jahren der Manager nach anderthalb oder zwei Jahren wieder in den Markt kommt, wieder ein entsprechendes Volumen investiert, dann ist das klar nicht unsere Ziel-Allokation für diesen spezifischen Manager.

Wie gehen Sie damit um?

SCHNURBUS Eine Möglichkeit ist es, in den Sekundärmarkt zu gehen. Eine andere, den Fonds komplett mal auszulassen. Oder eben besagte Ticket Size zu reduzieren. Von allen Möglichkeiten machen wir je nach Lage auch Gebrauch.

Stellen die Fondsmanager fest, dass die Ticketgrößen der institutionellen Investoren sich verändert haben, geringer werden, dass das Fundraising schwieriger geworden ist?

GRIESSHABER Ja, die Allokationsgeschwindigkeit, die wir 21/22 gesehen haben, die sieht man in dem Markt von heute nicht, keinesfalls! Es gab seinerzeit durchaus eine Art FOMO, Fear of missing out. Jetzt dominiert wieder das Abwarten



OLIVER LANG

»Unsere strategische Aufgabe für unsere Versicherten ist es, deren Gelder auf diesem Planeten dort zu platzieren, wo Wachstum stattfindet.«

Seit 2018 verantwortet Oliver Lang als Finanzvorstand der KZVK Köln deren Kapitalanlage. Das akademische Rüstzeug – als am Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) promovierter Volkswirt sowie diplomierter Aktuar – bringt er offenkundig ebenso mit wie die nötige Erfahrung: Vor dem Ruf nach Köln war der Saarländer Lang über zehn Jahre Finanzvorstand verschiedener Lebens-, Kranken- und Kompositversicherer; erste Berufsstationen zuvor waren unter anderem Teamleiter Alternatives bei der Allianz Leben und Bereichsleiter Finanzen der Protektor.



STEFAN SCHNURBUS

»Kaum etwas wäre kontraproduktiver, als aufgrund kurzfristiger taktischer Überlegungen oder Personalentscheidungen erratisch irgendwo Quoten hochzufahren oder wieder abzubauen.«

Stefan Schnurbus ist ebenfalls bereits lange dabei. 2011 kam der Westfale zur KZVK, nachdem er vorher bei der Commerzbank tätig war. Der an der Universität Bielefeld studierte Volkswirt schloss 2015 seinen CFA Charterholder ab und ist praktisch seit Beginn für Alternatives und Private Markets zuständig; 2017 übernahm er bei der KZVK die Leitung der Private Markets.

Die Kirchliche Zusatzversorgungskasse des Verbandes der Diözesen Deutschlands (KZVK), gegründet 1976 als rechtlich selbständige kirchliche Einrichtung in der Rechtsform der Anstalt des öffentlichen Rechts in Köln am Rhein, erbringt ohne Gewinnerzielung oder Drittinteressen die bAV für die Beschäftigten des katholisch-kirchlichen und karitativen Dienstes in ganz Deutschland.

Die KZVK ist heute Partnerin knapp 5.200 beteiligter Arbeitgeber und verwaltet für über 1,5 Millionen Versicherte und rund 220.000 Rentnerinnen und Rentner Kapitalanlagen mit einem Buchwert von ca. 25 Milliarden Euro. Als christliche Einrichtung sieht sich die KZVK in der Pflicht, ethisch-nachhaltig zu investieren. 320 Menschen arbeiten für das Haus. BAZ

und das Aufspüren von Opportunitäten. Dabei ist die Qualitätsprüfung das A und O.

Die Ticket Sizes sind stetig gewachsen, auch unsere Investitionen und Allokationen haben über die Jahre an Größe gewonnen. Due Diligences erreichten eine Komplexität, mit welcher Spezialisten ihren Erfahrungshintergrund und die Tiefe der Expertise einbringen können. Große Tickets entsprechen dem Milliardenkapitalbedarf für den Umbau des Energiesektors. Bei einer Direktinvestition in einen Offshore-Windpark zum Beispiel, oder eben einer Kapitalerhöhung eines wachsenden Unternehmens, sind mit dem Wertschöpfungspotenzial auch die Ticketgrößen institutioneller Investoren gestiegen. Man wird künftig weniger kleine Einzelinvestments sehen, sondern den Ausbau bestehender Partnerschaften oder wachsende Joint Ventures; mit allen Rechten und Pflichten als Eigentümervertreter, geregelt durch den Aktionärsbindungsvertrag, um dort mit Equity Commitments das Wachstum zu fördern. Ergo muss man da auch immer etwas in der Hinterhand haben. Und aus diesem stetigen und zuverlässigen Abrufprofil, welches institutionelle Investoren bevorzugen, das Wachstum der Firma nicht nur auf dem Papier denken, sondern in kurzer Frist realisieren.

DAUM Ich denke, wir haben einen gewissen Verzugseffekt die letzten sechs Monate gehabt, das Abwarten der Investoren. Nun sehen wir die Ticketgrößen, beispielsweise bei den Re-ups, wie auf dem alten Niveau.

Stichwort Secondaries, ein Segment, das jetzt auch wieder Fahrt aufgenommen hat, sei es LP-led oder GP-led. Die Investoren, wie sieht Ihre derzeitige Strategie bei den Secondaries aus?

»Jeder Manager muss einen einzigartigen USP mitbringen.«

STEFAN SCHNURBUS

SCHNURBUS Hier kann ich mich kurz fassen: Denn Secondaries sind tatsächlich kein Teil unserer Private Equity-Strategie. Einfacher Grund: Weil bei Secondaries typischerweise dann am Ende doch eine Dachfondsstruktur vorliegt und Dachfonds nicht Teil unserer Strategie sind. Unser Credo ist, möglichst nah an der Wertschöpfung zu sein, was es doppelten Fee-Strukturen nicht ganz einfach macht. Secondaries sind sinnvoll, wenn man ein PE-Portfolio aufbaut und dort zügig eine gewisse Allokation erreichen möchte. Das ist bei uns allerdings nicht mehr der Fall.

MÜLLER-GLUNZ Bei uns sind Secondaries durchaus fester Bestandteil der Strategie, im Zielportfolio gibt es eine Quote dafür, die aktiv bestückt wird – mit dem gleichen Vorgehen, wie wir auch Primärfonds selektieren. Wir haben auch hier Manager, mit denen wir über die Zeit gute Erfahrungen gemacht haben.

Eine Herausforderung bei Sekundärfondsmanagern ist natürlich ESG, aber die Manager, mit denen wir sprechen, haben einen klaren Blick auf das Thema. Wir erwarten und vereinbaren über Side Letter, dass das auch künftig so sein wird.



SCHÄLI Wir bieten auf der Plattform beide Strategien an: LP Portfolio Secondaries und auch GP-Leads, welche auch Extension oder Continuation Secondaries genannt werden. Die relative Attraktivität des einen oder anderen Typs kann je nach Marktphase stark variieren respektive sich gegenläufig entwickeln.

Portfolio Secondaries sehe ich derzeit günstig. In starken Marktphasen wie 2021 haben die GPs Interesse an Continuations. Derzeit ist das aber nicht so einfach. Sie können als GP nicht ohne weiteres hingehen und ein, zwei Firmen aus dem Portfolio unter NAV verkaufen. Daher sind in dieser Phase Portfolio Secondaries gefragt. Die Zeit der Continuation Secondaries kommt dann wieder, wenn die Preise wieder stabil sind.

MÜLLER-GLUNZ Inwieweit unterscheiden sich dann die GP-led Secondaries in Ihrem Programm von Co-Investment-Programmen, wo Sie ja zumindest früher auch mit GPs Unternehmen erworben haben?

SCHÄLI Der Hauptunterschied ist meines Erachtens Art und Zugang zu gewissen Unternehmen. Bei Co-Investments hat man es tendenziell mit sehr großen Unternehmen zu tun, wobei man noch Kapital einsammeln muss. Bei diesen Continuation Secondaries geht auch mal der Kunde zum GP und schlägt vor, sagen wir zwei bestimmte Unternehmen, die ihn interessieren, gemeinsam noch mal fünf weitere Jahre zu halten. Hier kann man die Portfoliolösung mitsteuern. Wir sind gerade deutlich in einer Phase, in der die erfolgreichen GPs wenig Lust verspüren, ihre gut laufenden, sorgfältig ausgewählten Unternehmen zu verkaufen, nur um dann wieder neue suchen zu müssen mit all den Herausforderungen, hier gute Qualität zu finden. Viele GPs haben also die klare

Motivation, mittels solcher Prozesse investiert zu bleiben. Man muss immer aufpassen, dass der Preis fair ist! Das sind Diskussionen, an die wir sehr vorsichtig rangehen.

Tobias Griesshaber, Sie sind nicht aktiv im Secondary-Geschäft?

GRIESSHABER Nein.

SCHNURBUS Das Thema Continuation Fund ist eine starke Entwicklung, die auch wir in den letzten ein, zwei Jahren verfolgt haben. Die Vorteile liegen auf der Hand, insbesondere für den GP. Er kann die guten Unternehmen weiter halten, weiter Fees darauf generieren; in den USA gibt es dann auch noch steuerliche Themen, die möglicherweise sehr spannend für den GP sein können.

Aber: Ist das denn auch für den Investor spannend? Zumindest für uns verneinen wir das, zumindest derzeit. Besonders unklar ist die Interessenlage. Der GP sitzt am Käufer- wie am Verkäufer-Tisch – und hat somit einen inhärenten Informationsvorteil. Man könnte nun argumentieren, dass ja auch Drittkäufer möglicherweise mit einsteigen. Fakt bleibt aber, dass der GP gleichwohl massiven Einfluss auf die Transaktion nehmen kann. Immerhin: Die SEC hat ja jetzt mit einer ersten Regulierung auf die Problematik reagiert.

Dazu kommen die meist kurzen Fristen. Zuweilen wird man hier mit 14 Tagen konfrontiert, innerhalb derer man sich entscheiden müsse. Das können wir nicht leisten.

Durchaus Möglichkeiten gibt es hier wohl – wie Stephan Schäli es bereits andeutete – für große Secondary-Fonds. Denn hier sind viel größere Teams vorhanden, die besser einschätzen können, ob die Transaktion eher aus Käufer- oder Verkäufersicht attraktiv erscheint.

MÜLLER-GLUNZ Als Investor habe ich zuweilen das Gefühl – Mikrofon bitte ausschalten – über den Tisch gezogen werden zu sollen. Erstens entscheiden auch wir nicht innerhalb von 14 Tagen. Zweitens haben wir uns selbst eine Restriktion bezüglich der Diversifikation gegeben: Wir investieren grundsätzlich nur in Fonds mit einer Mindestzahl an Investments, das ist bei Continuation Funds meist nicht der Fall. Und man kann schwerlich in dieser Situation davon ausgehen, dass am Ende jemand am Tisch sitzt, der ein Interesse an einem hohen Kaufpreis hat. Warum soll ein GP das haben? Wenn wir in der Vergangenheit 25 bis 30 Prozent durchschnittlich Uplift at Exit hatten und heute ein GP berichtet, er könne auf Basis des NAV per 31. März mit fünf Prozent Aufschlag zum NAV verkaufen, wie passt das zusammen?

SCHÄLI Es ist korrekt, dass die Wertsteigerung bei einem Exit im Jahr 2021 höher ausgefallen ist als zum Beispiel heute, wo man zu einem Abschlag verkaufen müsste. Schlussendlich kommt es darauf an, ob einzelne Unternehmen in ein Continuation Vehicle überführt werden oder doch zwei bis drei. Oft ist es ja so, dass am Ende einer Fondslaufzeit auch Unternehmen übrig bleiben, die nicht die Outperformer waren. Hier geht es darum, eine Portfoliolösung zu schnüren. Das kann auch ein Service für Investoren sein, die liquidieren möchten und somit einen Clean Exit bekommen. Wahrscheinlich haben einige der GPs, die das 2021 gemacht haben, sehr gut abgeschlossen.

Gleichzeitig muss aber geschaut werden, dass die neuen Käufer oder Investoren im Continuation Vehicle auch kompensiert werden. Aus diesem Grunde ist es wichtig, die Werttreiber detailliert bewerten zu können – und das geht nicht in zwei

» Ein Re-up muss sich den gleichen Anforderungen stellen wie jeder andere Fonds.«

GEORG MÜLLER-GLUNZ

Wochen. Daher verstehe ich die Aussage von Stefan Schnurbus und Georg Müller-Glunz, dass dies schwierig ist. Man muss aus kommerzieller und auch aus rechtlicher Perspektive schauen, wie der Prozess aufgesetzt ist, welches Level an Transparenz geboten wird. Oft ist heute auch noch ein Agent dazwischengeschaltet, der die Auktion steuert. Das alles bietet Herausforderungen für den klassischen LP.

Kommen wir zum Ausblick: Wie sehen Sie die Entwicklung des Segments Private Markets über die nächsten 12, vielleicht 24 Monate?

GRIESSHABER Wie eben schon gesagt, sind wir jetzt in der Phase, in der sich die verschiedenen Qualitäten trennen. Dass Private Markets-Spieler hier besser sind als Entwickler, die nun möglicherweise in kapitalkostenstarken Zeiten ins Straucheln kommen, das müssen wir jetzt zeigen. Auch die Transformation im Energiesektor, die viele Akteure begleiten, muss jetzt belegen, dass sie nachhaltig ist. Alle müssen nun den erwarteten Mehrwert von ESG und Nachhaltigkeit unter Beweis stellen, wir zum Beispiel durch den Impact, den wir auf unsere Portfoliounternehmen haben.

»Alle müssen nun den erwarteten Mehrwert von ESG und Nachhaltigkeit unter Beweis stellen.«

TOBIAS GRIESSHABER

Denn auch bei der Nachhaltigkeit wird sich jetzt zeigen, wer es kann, wer es beherrscht und wer den Herausforderungen von anziehender Regulatorik, Zinsen und Inflation gerecht werden kann, während er das Portfolio aktiv steuert und die strategischen Aspekte zielstrebig verfolgt. Dabei werde ich mit Interesse auch die Private Credit Markets beobachten, die ganz klar auch für Private Equity eine aktuelle Herausforderung sind.

MÜLLER-GLUNZ Ich blicke positiv in die Zukunft, auch auf unser Aus- und Aufbauprogramm, weil wir erleben, dass man bei Managern, die vorher etwas zurückhaltender waren, jetzt etwas leichter Zugang bekommt. Bezüglich der Bewertungen sehen wir uns in unseren bestehenden Portfolios mit hohen Reserven sehr gut positioniert. Sollten Bewertungsschwankungen einsetzen, könnten wir diese gut abfedern.

SCHNURBUS Auch wir blicken optimistisch auf die nächsten 18 bis 24 Monate. Sicher werden die Private Markets auch einige interessante Opportunitäten bieten. Wir erwarten durchaus eine gewisse Bereinigung, eine gewisse Konsolidierung. Der eine oder andere GP wird vielleicht übernommen, wird vielleicht auch mal ein Fundraising nicht schaffen. Und: Manchem GP wird eine gewisse Gier, die in den letzten ein, zwei Jahren auch mal zutage getre-

ten ist, auf die Füße fallen. Es sollte sich jetzt auszahlen, wenn man auch in Jahren wie 2021 selektiv und ruhig vorgegangen ist und nicht übertrieben hat. Der gesamte Sektor Private Equity/Infrastruktur wird eine Konsolidierung erfahren. Wir werden mehr Assets auf dem Markt sehen und in der Folge auch wieder mehr Transaktionen. Ein spannendes Umfeld für Investoren.

DAUM Die Volatilitäten in den Märkten werden weiter Bestand haben. Vielleicht gewöhnen wir alle uns sogar ein wenig daran, wer weiß? Aber wir werden diese inhärente Unsicherheit in den Märkten haben. Deshalb ist es wichtig, dass die GPs stabil bleiben. Das sind vor allem diejenigen, die über Sektoren, aber auch über Geografie diversifiziert sind. Auch wir denken, dass – da Geld wieder einen Wert hat – sehr gute Einstiegsmöglichkeiten in gewissen Nischenmärkten und in gewissen Größenabteilungen bestehen werden. Und da gilt es, bereit zu sein.

Bei den Transaktionen an sich wird der Leverage wohl etwas zurückgehen. Ich weiß nicht, ob die absoluten Equity Returns hochgehen, aber wenn der Leverage runtergeht, hat man einen besseren Risk Return. Jedenfalls wird es eine gute Zeit, ein Portfolio aufzubauen. Das kommende Jahr wird, denke ich, eines der besseren Vintages werden.





SCHÄLI Auch ich erwarte Konsolidierungen auf der Anbieterseite. Man merkt, dass der Druck steigt, nicht nur, dass das Fundraising-Klima rauher geworden ist. Aber die Private Markets als Asset-Klasse etablieren sich, sie werden effizienter, aber auch die Regulatorik wird weiter anziehen. Damit steigen auch die Anforderungen an die Anbieter. Die kritische Masse, die man haben muss, um hier zu operieren, steigt weiter; nicht nur in den nächsten ein, zwei Jahren, sondern vielleicht auch auf zehn Jahre hinaus.

Heute sehen wir in den Privatmärkten etwa 12 Billionen US-Dollar an verwaltetem Vermögen in den Segmenten Infrastruktur, Private Equity und Private Real Estate. Wir erwarten, dass wir hier in zehn Jahren bei 30 Billionen stehen werden.

Warum?

SCHÄLI Weil neue Investoren auftreten, DC-Pensionsinvestoren, Private Wealth, Retail über große Banken und Versiche-

rungen. Das sind für uns im gewissen Sinne Kunden wie Konkurrenten gleichermaßen. Jedenfalls gilt: Wenn mehr Geld in diese Märkte fließt, kann das die Rendite natürlich auch beeinflussen.

LANG Wir haben in den vergangenen Jahren in unseren internen SAA-Diskussionen oft darüber debattiert, ob das Risk Return-Profil von Private Equity systematisch besser sein kann als bei Public Equity oder ob dies nur eine Folge des höheren Leverage im Niedrigzinsumfeld ist.

Nun haben wir ein Umfeld, in dem die Private Equity Manager beweisen können und müssen, ob sie tatsächlich in der Lage sind, auf operativer Ebene in ihren Portfolio-Unternehmen Mehrwert zu generieren. Das wird die schon erwähnte Spreu vom Weizen trennen.

Wir werden das mit großem Interesse verfolgen und daraus lernen. In zwei Jahren sind wir alle hier klüger.

TacAd

↑ Eingangsschild der Kirchlichen Zusatzversorgungskasse in Köln am Rhein. Alle Fotos: Hans Scherhauser, Berlin.

NUR FÜR INSTITUTIONELLE ANLEGER.



OUTCOMES MATTER

Institutionelle Anleger erwarten von ihrem Partner Fachwissen und langjährige Erfahrung. Als spezialisierter Asset- und Risikomanager bieten wir Ihnen kompetente Unterstützung bei der Kapitalanlage. Ihre Anlageziele stehen für uns an erster Stelle. Verlassen Sie sich auf unsere Expertise, um sie zu erreichen.

069 12014-2650

www.insightinvestment.de

Kapitalanlagerisiko. Anleger erhalten möglicherweise den ursprünglich investierten Betrag nicht zurück.



OUTCOMES MATTER

Marketinginformation. Herausgegeben von Insight Investment Management (Europe) Limited. Eingetragener Firmensitz Riverside Two, 43-49 Sir John Rogerson's Quay, Dublin, D02 KV60. Eingetragen in Irland unter Registernummer 581405. Insight Investment Management (Europe) Limited unterliegt der Finanzaufsicht der irischen Zentralbank (Central Bank of Ireland). CBI Kennzeichen C154503. © 2023 Insight Investment. Alle Rechte vorbehalten.

TACTICAL ADVANTAGE

Volume 13 | Dezember 2023

LEITER^{bAV}

Herausgeber, Chefredakteur und v.i.S.d.P. und gem. § 18 Abs. 2 MStV sowie verantwortlich für den Vertrieb: Pascal Bazzazi
Prenzlauer Allee 216, D-10405 Berlin

KONTAKT

TEL +49 178 / 660 0130
MAIL Redaktion@LbAV.de
WEB www.LEITERbAV.de

UST-ID DE 275337140
FINANZAMT Berlin-Prenzlauer Berg

GESTALTUNG UND SATZ

Hartmut Friedrich-Pfefferkorn, Dresden
MAIL mail@hartmutfriedrich.com

AUTORENPORTRÄTS

Jacopo Pfrang, Berlin

FOTOS »TALKING HEADS«

Hans Scherhauser, Berlin

DRUCKEREI

Buch- und Offsetdruckerei H. Heenemann GmbH & Co. KG
Bessemerstraße 83-91, D-12103 Berlin

PAPIER

INNENTEIL MagnoVolume, 150 g/m², 1,1-faches Vol.
UMSCHLAG MagnoVolume, 300 g/m², 1,1-faches Vol.

SCHRIFTEN

Ringside Compressed, Hoefler & Co. | GT Sectra Text, Grillitype | Handelson Two, Mika Melvas

AUFLAGE

1.500 Exemplare

SCHUTZGEBÜHR

Das Magazin kann – sofern noch verfügbar – gegen eine Schutzgebühr von 50,- € zzgl. Versandkosten bei dem Herausgeber nachbestellt werden (freibleibend).

NUTZUNGSBEDINGUNGEN & DATENSCHUTZBESTIMMUNGEN

LEITER^{bAV} und LEITER^{bAV} *Tactical Advantage* sind Medien von Pascal Bazzazi (PB).

LEITER^{bAV} wie auch dieses Werk richten sich an bAV-Verantwortliche in Industrie, Politik, Behörden und bei Verbänden sowie an bAV-Berater und bAV-Dienstleister und damit nur an institutionelle Marktteilnehmer. Die Inhalte und die Werbeeinhalte einschließlich der von Gastautoren gelieferten Inhalte sind weder in Deutschland noch außerhalb Deutschlands als Kauf- oder Verkaufsangebot irgendeiner Art oder als Werbung für ein solches Angebot (bspw. von Fondsanteilen, Wertpapieren oder zur Inanspruchnahme von Finanzdienstleistungen) zu betrachten und stellen keinerlei Beratung dar, insbesondere keine Rechtsberatung, keine Steuerberatung und keine Anlageberatung, oder ein Angebot hierzu. LEITER^{bAV} (PB), Herausgeber und Redaktion sowie Gastautoren übernehmen keinerlei Garantie, Gewährleistung oder Haftung für Korrektheit, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der

Inhalte gleich welcher Art. Dasselbe gilt für die Verwendung dieses Artikels oder dessen Inhalt. Auch jegliche Haftung für etwaige Vermögensschäden oder sonstige Schäden, die aus der Nutzung dieser Inhalte, beispielsweise zu Anlageentscheidungen (handeln oder nicht handeln), resultieren könnten, ist ausgeschlossen. Dasselbe gilt, wenn LEITER^{bAV} (PB) oder Gastautoren in diesem Werk auf Werke oder Webseiten Dritter verweisen. Alle Meinungsäußerungen geben ausschließlich die Meinung des verfassenden Redakteurs, freien Mitarbeiters oder externen Autors wieder und sind subjektiver Natur. Es handelt sich dabei nur um aktuelle Einschätzungen, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern können. Die Texte sind damit vor allem für jegliche Form des Vertriebs, der Beratung oder der Finanzdienstleistung nicht vorgesehen. Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Dieses Werk und seine gesamten Inhalte und Werbeeinhalte und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Werkes in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt. Es gilt ausschließlich deutsches Recht. Als Gerichtsstand wird Berlin vereinbart.

LEITER^{bAV} / *Tactical Advantage* bemühen sich um diskriminierungsfreie Sprache (bspw. durch den grundsätzlichen Verzicht auf Anreden wie »Herr« und »Frau« auch in Interviews). Dies muss jedoch im Einklang stehen mit der pragmatischen Anforderung der Lesbarkeit als auch der Tradition der alt-hergebrachten Sprache. Gegenwärtig zu beobachtende, oft auf Satzzeichen (»Mitarbeiter:innen«) oder Partizipalkonstruktionen (»Mitarbeitende«) basierende Hilfskonstruktionen, die sämtlich nicht ausgereift erscheinen und dann meist auch nur teilweise durchgehalten werden (»Arbeitgeber«), finden entsprechend auf LEITER^{bAV} / *Tactical Advantage* nicht statt. Grundsätzlich gilt, dass sich durch LEITER^{bAV} / *Tactical Advantage* alle Geschlechter gleichermaßen angesprochen fühlen sollen und der generische Maskulin aus pragmatischen Gründen genutzt wird, aber als geschlechterübergreifend verstanden werden soll.

COPYRIGHT

© 2023 Pascal Bazzazi – LEITER^{bAV} – Die in diesem Werk veröffentlichten Inhalte und Werke unterliegen dem deutschen Urheberrecht. Keine Nutzung, Veränderung, Vervielfältigung oder Veröffentlichung (auch nicht auszugsweise, auch nicht in Pressespiegeln) außerhalb der Grenzen des Urheberrechts für eigene oder fremde Zwecke ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch Pascal Bazzazi.

ISSN

2628-7390

LEITER^{bAV}

NICHT NUR LESEN.
MITREDEN!

EINER
FÜR
ALLE.
ALLE
FÜR
EINEN!

MITMACHEN!

WE ARE
FAMILY!
SEI DABEI!

LEITER^{bAV}
Dynamics

Technology powered by Lurse

FLAGGE
ZEIGEN! AUF GEHT'S!

BRING
DICH
EIN!

EINSTEIGEN!

DIE NEUE
SOZIALE
PLATTFORM
DES PENSIONS-
PARKETTS

NICHT IM ABSEITS WAS
STEHEN! GEHT
AB?!