



April 2026

Growth Debt im Gesundheits- wesen

Innovationspotenzial erschließen

BlackRock

NUR FÜR PROFESSIONELLE KUNDEN

AMXTG0626-5564800-EXD0627-1/7

Autoren und Autorinnen



Aris Constantinides
Managing Director,
BlackRock Growth Debt



Sonia Benhamida
Managing Director,
BlackRock Growth Debt



Mat Pearce
Executive Director,
Growth Debt
Product Strategy

Auf einen Blick

- Growth Debt ist eine vielversprechende Anlageklasse, um Innovationen im Gesundheitswesen zu erschließen, und ermöglicht es Anlegern, differenzierte Positionen in einem strukturell expandierenden, historisch relativ konjunkturunabhängigen Sektor einzugehen.
- Der Gesundheitssektor zeichnet sich durch eine beständige Nachfrage und vielfältige Chancen über Marktzyklen hinweg aus, wozu insbesondere die demografische Entwicklung, eine hohe Innovationskraft sowie kontinuierliche öffentliche und private Investitionen beitragen.
- Um bei Growth Debt im Gesundheitswesen die Risiken möglichst gering zu halten, ist auf die Auswahl der Kredite, hochwertige Sponsoren sowie die Diversifizierung des Portfolios zu achten. Das Kapital wird in der Regel in Unternehmen investiert, die sich bereits in einer späteren Entwicklungsphase befinden. Sie verfügen meist über eine solide Eigenkapitalbasis, eine diversifizierte Produktpipeline, lange Cash Runways (das heißt, ihre vorhandenen Geldmittel reichen relativ lange) und haben bereits einige regulatorische oder kommerzielle Etappenziele erreicht. Damit machen sich Kapitalgeber weniger abhängig von binären Ergebnissen, bei denen entweder der vollständige Erfolg oder der Totalverlust der Investition eintritt.
- Eine Wertschöpfung, die sich am Erreichen bestimmter Etappenziele ausrichtet, eröffnet strukturierte Kredit Chancen mit asymmetrischem Ertragspotenzial. Im Gesundheitswesen kommt es häufig zu grundlegenden Neubewertungen, wenn bestimmte klinische oder regulatorische Wendepunkte erreicht sind. So können Kreditgeber ihr Kapital auf Basis klar erkennbarer Indikatoren vergeben und gleichzeitig strukturelle Absicherung sowie Verlustschutz beibehalten.

Einleitung

In den letzten zehn Jahren ist das in Private Debt verwaltete Vermögen im Gesundheitswesen von 6 Mrd. USD im Jahr 2015 auf 9,9 Mrd. USD im März 2025 angestiegen.¹ Dies unterstreicht, wie wichtig Erfahrung und eine selektive Auswahl für Anleger in diesem Bereich sind.

Kreos, das seit 2023 zu BlackRock gehört und ein führender Anbieter von Growth Debt in Europa ist, investiert seit über 27 Jahren in wachstumsstarke Unternehmen. In dieser Zeit hat das Team viele Marktzyklen und Innovationswellen miterlebt und sich bei seinen Fonds nicht auf eine einzige Branche oder Region konzentriert, sondern breite Diversifizierung bevorzugt.

Das Gesundheitswesen war dabei stets Teil dieses ausgewogenen Ansatzes. Hier zeigt sich, dass der Sektor breit aufgestellt ist und einen bedeutenden Beitrag zum globalen BIP leistet. Es ist wichtig zu beachten, dass sich die hier verwendete Definition des Gesundheitswesens nicht auf Dienstleistungen konzen-

triert, sondern vielmehr auf Life Sciences, medizinische Produkte und Geräte, Arzneimittelforschung und -entwicklung sowie Medizintechnik. All diese Bereiche zeichnen sich durch hohe Innovationskraft und schnelles Wachstum aus.

Auf Portfolioebene legt Kreos von jeher Wert auf Diversifizierung über verschiedene Sektoren hinweg. Dabei bietet der Gesundheitssektor häufig von Natur aus eine Absicherung gegenüber Anlagen in technologische Innovationen (außerhalb des Gesundheitswesens). Die Nachfrage nach neuen Therapien, Konzepten und Innovationen ist von Natur aus resilient. Dies hat dazu geführt, dass der Sektor weniger konjunkturabhängig ist und konstant langfristiges Wachstum bieten kann.

Wir haben mit einigen unserer Investoren über Growth und Venture Debt als Anlageklasse gesprochen sowie darüber, was sie derzeit in diesem Bereich beobachten und wo sie die größten Chancen sehen. Auf den folgenden Seiten erfahren Sie mehr dazu.

¹ **Quelle:** Preqin, Stand: 31. März 2025. Das verwaltete Vermögen (AUM) umfasst Dry Powder und nicht realisierte Gewinne. ² Sofern nicht anders angegeben, stammen alle Daten von BlackRock, Stand: April 2026.

NUR FÜR PROFESSIONELLE KUNDEN

F: Welche Arten von Unternehmen aus dem Gesundheitssektor werden üblicherweise über Venture und Growth Debt finanziert und warum?

Venture und Growth Debt eignen sich prinzipiell als Finanzierungsinstrument für alle innovativen Unternehmen im Gesundheitswesen. In der Praxis werden diese Strategien allerdings häufig zur Finanzierung von klinischen Studien in der Spätphase oder von Kapitalbedarf am Übergang zur Markteinführung genutzt, da viele Kapitalgeber die erheblichen Risiken der Produktentwicklung vermeiden möchten.

F: Auf welche wesentlichen Merkmale achten Anbieter von Growth Debt bei der Prüfung der Unternehmen, und wie sind die Kredite in der Regel strukturiert?

A: Bei der Kreditvergabe konzentrieren sich Growth-Debt-Anbieter in der Regel auf einige wenige wichtige Aspekte:

- **Mehrere in der Entwicklung befindliche Produkte** – Unternehmen, die mehrere Produkte nebeneinander entwickeln oder über ein breiteres Produktportfolio verfügen, sind oft attraktiver, da die Diversifizierung dazu beitragen kann, das Verlustrisiko zu reduzieren. Ein deutlicher und überzeugender praktischer Nutzen des Produkts oder der Therapie sowie kommerzielle Vereinbarungen sind von Vorteil.
- **Defensives und wertvolles geistiges Eigentum** – Unternehmen, die innovative Therapien, Produkte oder Geräte entwickeln, verfügen über wertvolles geistiges Eigentum oder Patente, die Schutz bieten können, etwa über die Vergabe von Lizenzen oder als Sicherheit bei Krediten.
- **Equity Syndicates** – Kreditgeber suchen in der Regel nach starken, unterstützenden Syndikaten, insbesondere solchen, die sich aus Branchenexperten zusammensetzen, die sich im Gesundheitswesen und in den Life Sciences sehr gut auskennen.
- **Cash Runways** – Besonders attraktiv für langfristige Finanzierungen sind Unternehmen, deren Cash Runways lang sind und die nachgewiesen haben, dass sie an öffentlichen oder privaten Märkten Eigenkapital beschaffen können. Solche Unternehmen erweisen sich in der Regel auch als widerstandsfähiger bei verlängerten Entwicklungsphasen.

F: In welcher Phase des Wachstums/der Entwicklung steigen Kreditgeber in der Regel ein?

A: Angesichts der mit der Frühphase verbundenen Risiken finanzieren sich Unternehmen zunächst in der Regel ausschließlich über Eigenkapital.

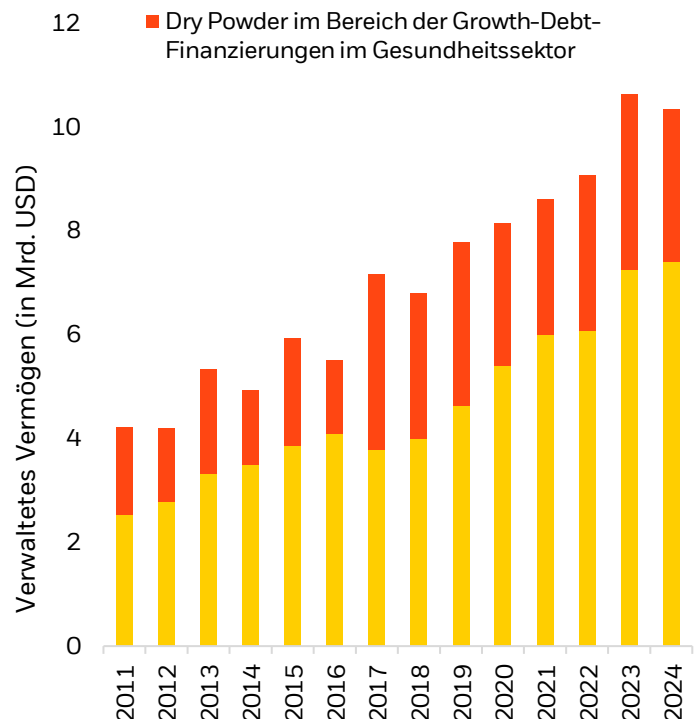
Zwar gibt es auch hier Fremdkapitalfinanzierungen, aber etablierte Anbieter von Growth Debt wie Kreos steigen in der Regel erst dann ein, wenn das Unternehmen die Frühphase bereits hinter sich hat.

Für Entwickler von Arzneimitteln oder Therapeutika liegt dieser Zeitraum in der Regel zwischen den Phase-II-Studien und der Erzielung von Umsätzen bzw. der Markteinführung. Zu diesem Zeitpunkt können die Kredite entweder dazu dienen, die Cash Runways in der Studienphase zu verlängern oder den Übergang zur Markteinführung zu finanzieren. Dies gilt auch für Unternehmen, die medizinische Produkte und Geräte entwickeln.

Da immer mehr KI eingesetzt wird, können Unternehmen aus dem Gesundheitswesen oder der Healthtech-Branche zudem ein ähnliches Wertschöpfungsprofil erreichen, wie es von Wachstumsunternehmen im Tech-Sektor bekannt ist. Daher können Kreditgeber möglicherweise bei Bedarf auch früher einsteigen, dennoch dürften sie auch hier Wert auf ein bewährtes Geschäftsmodell, Umsätze sowie einen festen Kundenstamm legen.

Kreditgeber scheuen im Allgemeinen Finanzierungen, die mit binären Ergebnissen verbunden sind, bei denen entweder der vollständige Erfolg oder der Totalverlust der Investition eintritt.

Wachstum des in Growth Debt verwalteten Vermögens im Gesundheitswesen



Quelle: Preqin, zeigt das in Europa in Growth Private Debt verwaltete Vermögen im Gesundheitssektor (Dry Powder und nicht realisierter Wert), Stand: 31. Dezember 2024.

F: Wie unterscheidet sich die Wertschöpfung von Unternehmen mit Venture- und Growth-Finanzierungen im Tech- von der im Gesundheitssektor?

A: Die Wertschöpfung verläuft bei Technologieunternehmen, insbesondere im Hardware-, weniger im Softwarebereich, in der Regel eher linear. Wenn die Kunden ein Produkt nach und nach häufiger nutzen, steigen in der Regel auch die Umsätze, woraus sich im Laufe der Zeit ein stetiger Wertzuwachs ergibt. Gleichzeitig tragen die Equity Sponsoren dazu bei, dass die Unternehmen über genügend Betriebskapital verfügen, um in Maßnahmen zur Umsatzsteigerung wie Vertriebs- und Marketingprojekte zu investieren. Auch das trägt zum linearen Wachstum bei.

Im Gegensatz dazu lässt sich die Wertschöpfung im Gesundheitswesen und in den Life Sciences mit der von kapitalintensiven Hardwareunternehmen vergleichen, etwa aus der Halbleiterbranche oder aus dem Bereich der KI-Infrastruktur. Wie bei diesen Tech-Unternehmen sind auch im Gesundheitswesen erhebliche Vorabinvestitionen erforderlich, um Forschung und Entwicklung, Produktentwicklung sowie klinische Studien zu finanzieren.

Sobald jedoch wichtige klinische Etappenziele erreicht sind oder ein Produkt auf den Markt kommt, kann der Wert des Unternehmens auf einmal innerhalb kurzer Zeit enorm steigen. Da es sich um stark regulierte Märkte handelt, die zugelassene Produkte schützen, stellt auch die Aufnahme in die Kostenerstattung durch Kostenträger in der Regel einen entscheidenden Faktor für die Wertschöpfung dar. An diesen Wendepunkten kann an den privaten bzw. öffentlichen Märkten rasch eine Neubewertung des Unternehmens erfolgen, da der eigentliche Wert des Produkts zutage tritt und das Potenzial für vertraglich abgesicherte oder steigende Umsätze in den Fokus rückt.

F: Welche aktuellen Trends am Markt beeinflussen die Branche?

A: Der Gesundheitssektor ist nach wie vor gut finanziert und weist stabile Fundamentaldaten auf, vor allem dank einer Vielzahl gut aufgestellter und hoch spezialisierter Marktteilnehmer. Die Innovationen im Gesundheitswesen rücken auch immer stärker in den Fokus von Regierungen, die Wege suchen, dem demografischen Wandel und dem langfristigen Bedarf an Gesundheitsleistungen gerecht zu werden.

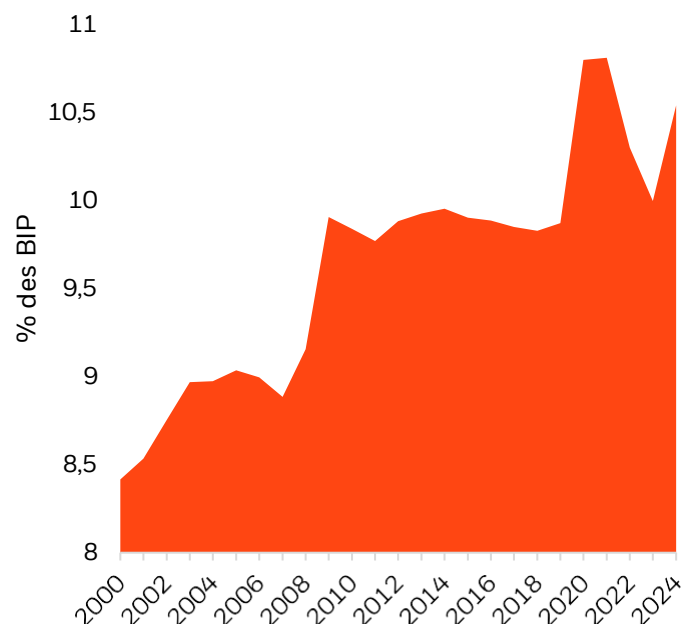
Auch die Marktbedingungen haben sich spürbar verbessert, zumal 2025 ein deutlicher Aufschwung bei Aktivitäten in den Bereichen Medizintechnik und Biotechnologie zu verzeichnen war.

In der Folge hat die Dynamik bei Fusionen und Übernahmen wieder Fahrt aufgenommen und die Bewertungen an den Börsen sind gestiegen. Beide Trends haben sich 2026 weiter verstärkt und dazu beigetragen, dass sich Exit-Optionen für Qualitäts-Assets ergeben haben.

Die Dynamik rund um GLP-1-Therapien hat nach wie vor zu starkem Wachstum sowohl im Gesundheitssektor als auch bei den verknüpften Health-Tech-Anbietern beigetragen. Unternehmen, die an der Verschreibung, Überwachung und Patientenbindung im Zusammenhang mit diesen Behandlungen beteiligt sind, verzeichnen eine steigende Nachfrage. In Anlageportfolios profitieren vor allem Unternehmen von diesem Trend, die es Ärzten ermöglichen, diese Therapien zu verschreiben und anzuwenden.

Der Einsatz künstlicher Intelligenz (KI) im gesamten Gesundheitswesen ist ein weiteres wichtiges Thema, das zu erheblichen Effizienzsteigerungen in der Gesundheitsversorgung führt. KI wird zunehmend in einer Reihe von Bereichen eingesetzt, etwa in der medizinischen Bildgebung, um die Genauigkeit und die Effizienz zu optimieren, beim Informationsaustausch in den Kliniken, um Ärzten fundiertere Entscheidungen zu ermöglichen, sowie in der Arzneimittelforschung, um die Entwicklungszeiten zu verkürzen und Risiken in klinischen Prozessen zu reduzieren.

EU: Gesundheitsausgaben im Zeitverlauf



Quelle: Globale Datenbank zu Gesundheitsausgaben, aktualisiert am 12. Dezember 2025, Weltgesundheitsorganisation (WHO)

Nicht zuletzt wird immer mehr Robotik bei chirurgischen Eingriffen und Behandlungen eingesetzt, und insgesamt verlagert sich die Gesundheitsversorgung aus den Krankenhäusern hin zu ambulanten Einrichtungen und Tageskliniken. Diese Entwicklungen verändern die Art und Weise, wie Gesundheitsversorgung erbracht wird, und tragen gleichzeitig zu einer Verbesserung der Behandlungsergebnisse sowie zur Steuerung der systemweiten Kosten bei.

Da das Gesundheitswesen nach wie vor von langfristigem strukturellem Wachstum profitiert, bietet es vielfältige Chancen für Venture- und Growth-Debt-Investoren, die über das nötige Fachwissen verfügen und in der Lage sind, komplexe Strukturen zu bewerten und Risiken zu steuern.

Politischer Rückenwind

Regierungen stellen Kapital bereit, um Innovationen voranzutreiben und Wachstum im gesamten Gesundheitswesen zu fördern.

EU: BioTech EU Initiative¹

Vorzeigeprojekt zur Mobilisierung von 10 Mrd. EUR an Investitionen für den Biotech- und Life-Sciences-Sektor

- Richtet sich an Unternehmen in der Wachstumsphase, die Kapital für klinische Studien und die Herstellung benötigen
- Schwerpunkt: KI-Diagnostik, mRNA, monoklonale Antikörper

Frankreich: BPI France: Access Europe Santé³

Förderprogramm der staatlichen französischen Investitionsbank als Brücke zwischen nationalen und EU-Finanzierungen

- Unterstützt den Aufbau von Partnerschaften und den Zugang zu Investoren
- Schwerpunkt: Biotechnologie, Medizintechnik, digitale Gesundheit

EU: Horizon Europe (2026–2027)²

Das letzte große über zwei Jahre laufende Arbeitsprogramm mit 14 Mrd. EUR für Forschung und Innovation

- Stockt die Förderung für Gesundheitscluster und KI-Anwendungen auf
- Das Pauschalfinanzierungsmodell verbessert den Zugang für kleine und mittlere Unternehmen

UK: Life Sciences Sector Plan (2025–2030)⁴

Strategische Initiative der britischen Regierung, inklusive mehrerer laufender Finanzierungsrunden

- 4 Mrd. GBP Wachstumskapital + 520 Mio. GBP zur Finanzierung der Produktion
- 600 Mio. GBP für eine Plattform mit Gesundheitsdaten aus Forschung und Entwicklung sowie klinischen Ergebnissen

Quelle: ¹ Europäische Kommission, Stand: 15. Dezember 2025. ² Europäische Kommission, Stand: 10. Dezember 2025. ³ bpifrance, Stand: 3. Februar 2026. ⁴ Department for Business and Trade; Department of Health and Social Care; Department for Science, Innovation and technology; and Office of Life Sciences, über Gov.UK, Stand: 16. Juli 2025.

RISIKEN

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

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse und sollte nicht als alleiniger Entscheidungsgrund bei der Auswahl eines Produkts oder einer Strategie herangezogen werden.

Wechselkursschwankungen können dazu führen, dass der Wert von Anlagen sinkt oder steigt. Bei Fonds mit höherer Volatilität können diese Schwankungen besonders ausgeprägt sein, und der Wert einer Anlage kann plötzlich und erheblich sinken. Die Höhe und die Grundlagen der Besteuerung können sich von Zeit zu Zeit ändern.

Kreditrisiko: Es besteht das Ausfallrisiko, dass das emittierende Unternehmen einem Fonds fällige Erträge nicht auszahlt oder das Kapital nicht zurückzahlt. Obwohl beabsichtigt ist, dass die Anlagen in der Regel besichert sind, können die Ansprüche eines Fonds gegenüber einem Kreditnehmer im Zusammenhang mit einer Anlage in bestimmten Fällen gegenüber den Ansprüchen anderer besicherter Gläubiger nachrangig sein.

Debt-Instrumente: Ein Fonds kann in Debt-Instrumente und Debt-ähnliche Instrumente investieren. Diese Titel sind besichert und können strukturell oder vertraglich gegenüber erheblichen Beträgen vorrangiger Verbindlichkeiten nachrangig sein. Bei der Anlage eines Fonds kommt hinzu, dass diese Debt-Instrumente möglicherweise nicht durch finanzielle Covenants oder Einschränkungen hinsichtlich zusätzlicher Verschuldung abgesichert sind, und es gibt keine Mindest-Rating für solche Debt-Investitionen.

Verleih-Risiken: Ein Fonds kann in Kredite investieren und andere Kreditgeschäfte tätigen, die mit bestimmten Risiken verbunden sind. Kommt es zur Zwangsvollstreckung eines Kredits, kann der Fonds Miteigentümer der Sicherheiten werden und muss die Kosten und Verbindlichkeiten tragen, die mit dem Besitz und der Veräußerung der Sicherheiten verbunden sind. Infolgedessen kann ein Fonds Verlusten ausgesetzt sein, die aus Zahlungsausfällen und Zwangsvollstreckungen resultieren.

Kredite – Nachrangige Forderungen: Auch wenn grundsätzlich beabsichtigt ist, dass die Anlagen besichert sind, können die Forderungen eines Fonds gegenüber einem Kreditnehmer im Zusammenhang mit einer Anlage in bestimmten Fällen gegenüber den Forderungen anderer besicherter Gläubiger nachrangig sein. Das Portfolio kann vorrangige, besicherte Debt-Instrumente (first lien senior secured debt) sowie ausgewählte nachrangig besicherte Debt-Instrumente (second lien senior secured debt) umfassen, die mit einem höheren Kapitalverlustrisiko verbunden sind.

Beschränkungen bei der Auszahlung: Im Allgemeinen ist ein Growth-Debt-Fonds nicht als kurzfristige Anlage gedacht und bietet keine Renditegarantie. Anteile an einem Fonds sind in der Regel nicht übertragbar oder rückkaufbar. Anleger sind für die gesamte Laufzeit des Fonds gebunden und können ihre Beteiligung möglicherweise nicht vor Ablauf der Laufzeit des Fonds auflösen.

Konzentrationsrisiko: Das Anlagerisiko kann sich auf bestimmte Sektoren, Länder, Währungen oder Unternehmen konzentrieren oder dadurch entstehen, dass ein Fonds nur über eine geringe Anzahl von Anlagen verfügt. Dies bedeutet, dass der Fonds empfindlicher auf lokale wirtschaftliche, marktbezogene, politische oder regulatorische Ereignisse reagiert. Ein konzentriertes Anlage-Exposure eines Fonds kann die anderen Risiken, denen der Fonds ausgesetzt ist, verstärken.

Portfoliounternehmen mit hohem Wachstumspotenzial: Im Allgemeinen konzentriert sich ein Growth-Debt-Fonds auf Investitionen auf Venture oder Growth Capital oder Start-up-Unternehmen. Investitionen in Portfoliounternehmen, die neu gegründet wurden, weniger etabliert sind als ihre Wettbewerber oder in einer sich rasch wandelnden Branche tätig sind, sind mit einem besonders hohen geschäftlichen und finanziellen Risiko verbunden, gelten als hochspekulativ und können zum Verlust der gesamten Investition des Fonds führen. Investitionen in Unternehmen in

NUR FÜR PROFESSIONELLE KUNDEN

der Frühphase können erhebliches zusätzliches Kapital erfordern, um das Wachstum zu unterstützen oder ihre Wettbewerbsposition zu sichern. Solches Kapital ist möglicherweise nicht zu attraktiven Konditionen aus privaten Quellen verfügbar. Der Markt für Unternehmen in der Frühphase ist sehr volatil. Diese Volatilität kann sich nachteilig auf die Fähigkeit der Portfoliounternehmen auswirken, bei Bedarf Kapital zu beschaffen, sowie auf die Fähigkeit eines Fonds, Investitionen zu veräußern, und auf den Wert der Wertpapiere des Fonds zum Zeitpunkt des Verkaufs oder der Ausschüttung.

WICHTIGE INFORMATIONEN

Dieses Material dient ausschließlich zu Informationszwecken und ist nicht als Prognose, Analyse oder Anlageberatung zu verstehen; es stellt keine Empfehlung, kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder zur Umsetzung einer Anlagestrategie dar. Die geäußerten Meinungen können sich ändern. Verweise auf bestimmte Wertpapiere, Anlageklassen und Finanzmärkte dienen lediglich der Veranschaulichung und sind nicht als Empfehlungen gedacht und sollten auch nicht als solche ausgelegt werden. Das Vertrauen auf die Informationen in diesem Material erfolgt auf eigenes Risiko und nach eigenem Ermessen des Lesers. Das Material wurde ohne Berücksichtigung der spezifischen Ziele, der finanziellen Situation oder der Bedürfnisse eines Anlegers erstellt.

Dieses Material kann „zukunftsgerichtete“ Informationen enthalten, die nicht rein historischer Natur sind. Zu diesen Informationen zählen unter anderem Prognosen, Vorhersagen und Schätzungen von Erträgen oder Renditen.

Es wird keine Zusicherung gegeben, dass die dargestellten Wertentwicklungen von BlackRock Fonds tatsächlich erzielt werden oder dass alle Annahmen, die bei der Ermittlung, Berechnung oder Darstellung der hierin enthaltenen zukunftsgerichteten Informationen oder historischen Wertentwicklungsdaten getroffen wurden, bei der Erstellung dieses Materials berücksichtigt oder angegeben wurden. Etwaige Änderungen der Annahmen, die bei der Erstellung dieses Materials getroffen wurden, könnten sich wesentlich auf die hierin dargestellten Anlageerträge auswirken. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse und sollte nicht der einzige Faktor bei der Auswahl eines Produkts oder einer Strategie sein.

Diversifizierung garantiert keine Anlageerträge und schließt das Verlustrisiko nicht aus.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus eigenen und fremden Quellen, die BlackRock als zuverlässig erachtet; sie sind nicht unbedingt vollständig und ihre Richtigkeit kann nicht garantiert werden.

Dieses Dokument ist Marketingmaterial und verliert 12 Monate nach seiner Veröffentlichung seine Gültigkeit.

Im Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) wird dieses Dokument von BlackRock (Netherlands) B.V. herausgegeben, die von der niederländischen Finanzaufsichtsbehörde zugelassen und reguliert wird. Sitz der Gesellschaft: Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam, Tel.: 020 – 549 5200, Tel.: 31-20-549-5200. Handelsregisternummer 17068311. Zu Ihrem Schutz werden Telefonate in der Regel aufgezeichnet.

NUR FÜR PROFESSIONELL KUNDEN

©2026 BlackRock, Inc. oder deren verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten. BLACKROCK ist eine Marke von BlackRock, Inc. oder deren verbundenen Unternehmen. Alle anderen Marken sind Eigentum ihrer jeweiligen Inhaber.