

DOSSIER

OKT – NOV 16 | JAHRGANG 15 AUSGABE 31 | DPN-ONLINE.COM

Ulrich von Creytz
Geschäftsführer,
Deutsche Asset
Management/
RREEF Spezial Invest
GmbH

Ina Lockhart
Freie Journalistin,
dpn-Autorin
(Moderatorin)

Detlef Mackewicz
Gründer und Partner,
Mackewicz & Partner

Sofia Harrschar
Leiterin Product
Solutions,
Universal-Investment

Dieter Schorr
Direktor
Finanzanlagen und
Pensionsverpflichtungen,
ZF Friedrichshafen AG

Michael Lennert
Chefredakteur dpn,
Financial Times
(Moderator)



ROUNDTABLE

REAL ASSETS/ INFRASTRUKTUR

SPONSOREN



Chefredakteur

Michael Lennert (ML)
 michael.lennert@ft.com
 Tel. +49 (0) 69 1568 5117

Korrespondent Berlin,

Pensions Management
 Pascal Bazzazi (PBA)

Mitarbeit

Eckhard Bergmann (BGM)
 Nikolaus Bora (NBO)
 Ulrich Buchholtz (UBU)
 Kirsten Kücherer (KK)
 Ina Lockhart (INA)
 Manfred Mönch (MM)
 Bernhard Raos (BRA)

Produktion, Roundtable-Fotograf

Norbert Bretschneider

Art Director

Harriet Thorne

Herausgeber

Eduardo Llull

Anzeigen

Eve Buckland
 eve.buckland@ft.com
 Tel. +44 (0) 20 7775 6324

Illustratoren

Giovanna Giuliano
 Paddy Mills

© Financial Times Limited, 2016 »dpn« und »dpn brief« sind
 Warenzeichen der Financial Times Limited. »Financial Times« und
 »FT« sind eingetragene Warenzeichen und Dienstleistungszeichen
 der Financial Times Limited. Alle Rechte vorbehalten. Kein Auszug
 aus dieser Veröffentlichung darf ohne vorherige schriftliche
 Genehmigung des Chefredakteurs reproduziert oder in irgend-
 einer Form für Werbezwecke verwendet werden. Wir übernehmen
 keine Haftung für Verluste, die Dritten dadurch entstehen, dass sie
 als Ergebnis von Informationen, die in dieser Veröffentlichung er-
 schienen sind, gehandelt oder nicht gehandelt haben. Spezielle
 Fragen sind immer mit dem entsprechenden Berater zu bespre-
 chen. The Financial Times Limited ist in England und Wales einge-
 tragen: Nummer 227590.

Redaktion

Tel. +49 (0) 69 1568 5117
 Fax +49 (0) 69 1568 5155
 Grüneburgweg 16-18
 60322 Frankfurt/Main

Verlag

Financial Times Limited
 One Southwark Bridge
 London SE1 9HL
 Großbritannien

Abonnement

Bestellungen im Internet unter:
www.dpn-online.com/subscribe oder schicken Sie eine
 Mail an: dpn.subscription@mup-pv.de
 oder per Tel.: +49 (0) 89 1 3928 4235

Aboservice

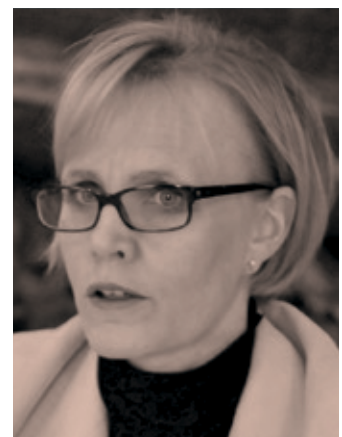
Bei Adressänderungen, Änderungen von
 Bezugspersonen, Abbestellungen usw. schicken Sie
 eine Mail an: dpn.subscription@mup-pv.de
 oder per Tel.: +49 (0) 89 1 3928 4235

Erscheinungstermin

Oktober 2016

ISSN

1476-3028



Fotos: Norbert Bretschneider CONCEPTDESIGN



Auch in einem Verkäufermarkt gibt es eine Schmerzgrenze

Die Niedrigzinsen halten an, eine Zinswende ist noch lange nicht in Sicht. Die Investoren haben keine andere Wahl, als bereits abgegraste Märkte nach noch unentdeckten Chancen abzusuchen – ohne sich alles von den Verkäufern bieten zu lassen. Welche neuen Wege sich dabei eröffnen, wurde beim FT/dpn-Roundtable „Real Assets/Infrastruktur“ deutlich.

ROUNDTABLE



ROUNDTABLE REAL ASSETS/INFRASTRUKTUR

Auf den ersten Blick könnte man sagen, dass wir in unserer Runde wenig Neues zum Thema Sachwerte zu diskutieren haben. Die Grundmotivation der Anleger, ihr Geld in Sachwerte zu investieren, ist gleich geblieben: die Niedrigzinsen. Doch auf den zweiten Blick offenbart sich, dass diese Suche nach attraktiven Alternativen das Feld „Real Assets“ neu definiert. Teils werden auch alte Anlageklassen neu entdeckt, weil sie jetzt im aktuellen Vergleich bessere Chancen bieten. Oder die Investoren füllen Lücken, die die Banken durch ihren Rückzug aus dem Kreditgeschäft hinterlassen haben. Frau Harrschar, stecken Investoren die Grenzen von Real Assets neu ab?

Sofia Harrschar: Ja, die Grenzverläufe haben sich etwas verändert. Natürlich nicht grundsätzlich. Sachwerte sind immer noch Dinge, die man zumindest mittelbar irgendwie anfassen und greifen kann. Also die Klassiker wie Infrastrukturanlagen in der einen oder anderen Form – oder auch Immobilien. Neu ist, dass sich Investoren über Private Equity Real Estate an der Eigenkapitalstruktur von verschiedenen Immobiliengesellschaften beteiligen. Wiederentdeckt haben die Anleger das klassische Private Equity. Stark gestiegen ist die Nachfrage nach Buyout-Fonds, die in Kerneuropa oder in den USA ihren Fokus und vielleicht noch eine globale Beimischung haben. Großes Interesse besteht auch an Private Debt – eine Anlageform, die manche sicherlich nicht zu den Real Assets zählen.

Ulrich von Creytz: Angesichts der aus unserer Sicht nicht immer nachhaltigen Preisniveaus, die wir bei konventionellen Immobilien-Investments erreicht haben, suchen wir nach Alternativen. Sicherlich ist Infrastruktur eine Option, doch auch hier sind die Preise sehr anspruchsvoll. Unserer Meinung nach bieten Secondary Buyouts Alternativen. Hier übernehmen wir Fondsanteile von anderen Investoren für unsere Kunden und spezialisieren uns dabei auf die Immobilienkomponente. Mezzanine-Kredite für Immobilienprojekte sind ebenfalls eine interessante Alternative. Dort sehen wir ein besseres Risiko-Rendite-Verhältnis. Bei dem derzeitigen Preisniveau freuen wir uns, wenn jemand anderes das Equity-Risiko nimmt und wir einen gewissen Sicherheitspuffer haben. Bei diesen

„Neu ist, dass sich Investoren über Private Equity Real Estate an der Eigenkapitalstruktur von verschiedenen Immobiliengesellschaften beteiligen. Wiederentdeckt haben die Anleger das klassische Private Equity.“

SOFIA HARRSCHAR

Real-Estate-Mezzanine-Krediten schauen wir uns den zugrunde liegenden Sachwert genau an. Wir machen eine Due Diligence für das Underlying. Wir gehen anders vor als eine Bank, die Mezzanine-Kapital vergibt.

Harrschar: Wobei ich hoffe, dass die Bank auch eine volle Due Diligence machen würde.

Von Creytz: Aber nach anderen Kriterien. Wir prüfen das Underlying nach denselben Maßstäben, die wir anlegen würden, wenn wir das Gebäude kaufen wollten. Dabei ist eine Vielzahl von immobilienwirtschaftlichen Fragen zu beantworten. Im Zweifel ist die Bank dazu nicht in der Lage. Und vor allem ist die Bank nicht in der Lage – und dafür gibt es etliche Beispiele –, das Objekt zu übernehmen und sinnvoll zu bewirtschaften, wenn der Eigenkapitalgeber umfällt.

Dieter Schorr: Die von meinen Vorrednern dargestellte Vielfalt führt natürlich zu der spannenden Frage, was überhaupt Real Assets sind. Wie weit wird dieser Begriff ausgedehnt und wie weit vermischen wir diese Anlagekategorie immer wieder mit Illiquidität? Und dann schließt sich die Frage an, wie sehr denn die Investoren auf der Suche nach einer höheren Illiquiditätsprämie sind und welche Kompromisse sie dafür eingehen?

Harrschar: Die Anleger wissen, dass sie einen Teil illiquider Anlagen in ihrem Portfolio brauchen, um ihre Verpflichtungen als Pensionskasse, Versorgungswerk oder Versicherer zu erfüllen. Deswegen gehen sie an die Ränder und erweitern den Begriff Real Assets. Gleichzeitig zerbrechen sich unsere Kunden weniger den Kopf darüber, ob sie jetzt in Infrastruktur, Immobilien, Wald oder Private Equity investieren. Sondern sie fragen sich eher,





SOFIA HARRSCHAR
UNIVERSAL-INVESTMENT

Ursprünglich kommt Sofia Harrschar aus dem Bereich Private Equity. Bei Universal-Investment leitet die 46-Jährige die Strukturierungsabteilung mit rund 16 Milliarden Euro an investiertem Kapital. Davon entfällt gut die Hälfte auf Strukturen, die sich auf Private Equity beziehen. Das tatsächlich betreute Kapital liegt deutlich höher, da die Strukturen vornehmlich auf Commitments basieren.

ob sie sich über eine Eigenkapital- oder Fremdkapitalbeteiligung engagieren.

Von Creytz: Unsere Kunden suchen nach einer Illiquiditätsprämie, die eine anständige Rendite darstellt, und nach zeitnahen Investments. Denn die Illiquidität gilt ja für beide Richtungen – Aus- und Einstieg. Für unser Haus ist eine der ganz großen Herausforderungen, uns nicht von unseren Kunden treiben zu lassen. Die Märkte sind einfach zyklisch. Wir sehen natürlich die Bedürfnisse unserer Kunden und wollen deren Geld auch möglichst investieren. Aber wir können nur dort investieren, wo es unserer Meinung nach sinnvoll und nachhaltig ist.

Was sagen Sie Ihren Kunden, wenn kein geeignetes Anlageobjekt in Sicht ist?

Von Creytz: Sehr viele Kundenanfragen müssen wir im Moment leider tatsächlich abschlägig bescheiden. Wir haben einfach genug Kapital zum Investieren. Das gilt nicht für alle Bereiche, aber für viele. Nehmen wir Frankfurt als Beispiel: Wollen wir hier Büroimmobilien kaufen, können wir uns in eine ganz lange Schlange von Interessenten einreihen. Und das, obwohl wir wahrscheinlich noch in diesem Jahr in Frankfurt erste Bürotransaktionen zu vier Prozent Anfangsrendite sehen werden und die Lebensdauer von Immobilien offensichtlich abnimmt. Damit haben wir ein Preisniveau erreicht, das aus unserer Sicht einfach nicht nachhaltig ist.

Herr Mackewicz, mit Ihrer Beratung hatten Sie sich zunächst auf Private Equity fokussiert. Dann haben Sie später Infrastruktur hinzugenommen, weil Ihre Kunden dieses Thema immer wieder nachgefragt haben. Wie genau sind deren Vorstellungen?

Detlef Mackewicz: Sehr genau. In den aktuellen Zeiten des Anlagenotstands sehen die meisten unserer Kunden in Infrastruktur einen Ersatz für klassische Anleihen-Investments und erhoffen sich stabile, stetige Einkünfte. Ihre Präferenz liegt auf Nordeuropa, die klassischen Infrastrukturmärkte in Südeuropa lehnen sie teils wegen des Risikos ab. Angesichts der per se niedrigen Rendite suchen sie Direktfonds, um die zweite Gebührenebene eines Dachfonds zu umgehen. Und sie möchten gerne Fonds zeichnen, die bereits eine Historie von zwei bis drei Generationen haben.



DETLEF MACKEWICZ
MACKEWICZ & PARTNER

Seit sechs Jahren berät Detlef Mackewicz institutionelle Kunden bei Investments in Private Equity und Infrastruktur. Der 53-Jährige hat selbst einige Jahre in der Fondsindustrie gearbeitet und verfügt über mehr als 20 Jahre Erfahrung in der Private-Equity-Branche. Mackewicz & Partner ist seine zweite Selbständigkeit. Sein erstes Unternehmen hat er 2005 verkauft.

„Kann Infrastruktur den Anlagenotstand mildern? Eher nicht. Zumindest dann nicht, wenn die Investoren diese hohen Ansprüche an die Qualität stellen. Und das sollten sie natürlich tun.“

DETLEF MACKEWICZ

Werden die Investoren denn fündig?

Mackewicz: Legt man diese Kriterien an, kommt man im zweiten Quartal dieses Jahres auf ein Anlagevolumen von 4,2 Milliarden Euro. Das sind die Investorengelder, die acht Infrastrukturfonds bis zu ihrem Closing im zweiten Quartal eingeworben haben. Kann also Infrastruktur den Anlagenotstand mildern? Eher nicht. Zumindest dann nicht, wenn die Investoren diese hohen Ansprüche an die Qualität stellen. Und das sollten sie natürlich tun.

Wie hoch sind die Renditeerwartungen?

Mackewicz: Die Renditevorstellung liegt im hohen einstelligen Bereich. Dabei soll das Portfolio möglichst breit über alle Infrastruktursparten angefangen von erneuerbaren Energien über Häfen bis hin zu Mautstraßen gestreut sein.

Herr Schorr, ZF Friedrichshafen hat sich vor einigen Jahren ganz bewusst gegen Infrastruktur und für Wald entschieden. Warum?

Schorr: Frau Harrschar hatte vorhin den Begriff „höchste Illiquiditätsprämie“ ins Spiel gebracht. Um zu verdeutlichen, welche Überlegungen wir 2010 angestellt haben, würde ich die Frage gerne erweitern: Wo ist die höchste Illiquiditätsprämie risikoadjustiert? Und risikoadjustiert glaube ich, dass der Unterschied zwischen Wald und Infrastruktur deutlich zusammenschmilzt. Wir haben aus unseren damaligen Analysen den Eindruck gewonnen, dass die Risikoseite bei Infrastruktur unwägbarer ist, da man einfach mehr Risiken im Blick haben muss. Folglich benötigt man eine größere Vielfalt an unterschiedlichen Expertisen. Welche Deals nimmt man, welche nicht? Wie viel bietet man? Wie viel Activist Shareholding

will man betreiben? Wie sind die Kosten? Wer managt den ganzen operativen Bereich, um Infrastruktur-Investments in teils sehr speziellen Industriebereichen fachkundig zu betreuen? Der Wald ist dagegen eine Asset-Klasse, die nicht so viele Risikoarten birgt. Natürlich sind auch die Renditen deutlich tiefer als bei Infrastruktur. Dafür profitieren wir von einer Art „doppeltem“ Portfolioschutz, einmal durch die geringe Korrelation zu Aktien und Renten und gleichzeitig die stabil positive Korrelation zur Inflation, welche gerade für die Pensionsseite hilfreich ist.

Von Creytz: Aber Wald ist im Moment keine Alternative für viele Investoren, in der sie breit und renditestark ihr Geld anlegen können.

Mackewicz: Das stimmt: Der Markt ist sehr eng. Oft kommen die Investoren nur zum Zuge, wenn sie nach Osteuropa oder Südamerika gehen – und entsprechend die Währungsrisiken in Kauf nehmen. Dennoch: Zahlreiche Investoren, mit denen ich zusammenarbeite, verfolgen bereits lange das Thema Wald intensiv und sind in dem Bereich auch investiert.

Mit welcher Quote hat ZF Friedrichshafen in Real Assets investiert, Herr Schorr?

Schorr: Real Assets machen knapp 20 Prozent von den 5,8 Milliarden Euro an Pensionsverbindlichkeiten aus.

Wie stark fallen Immobilien da ins Gewicht?

Schorr: Immobilien bilden mit einer aktuellen Zielquote von nicht ganz 13 Prozent schon das Schwergewicht. Auf die anderen Sachwerte entfallen dann rund neun Prozent. Unsere Unternehmensimmobilien, die von unserer eigenen Immobilienabteilung betreut werden, sind hier ausgeklammert. Allerdings wollen wir prüfen, ob wir unsere Unternehmensimmobilien nicht stärker für die Kapitalunterlegung unserer Pensionsseite nutzen können, aber dies erscheint nicht ganz einfach, weil nicht nur das Unternehmen, sondern noch andere Stakeholder das Konzept absegnen müssen.

Ende 2010 fand die entscheidende Anlageausschusssitzung statt, in der die ZF Friedrichsha-

ROUNDTABLE REAL ASSETS/INFRASTRUKTUR

fen AG ihr Engagement in Timber beschlossen hat. Januar 2012 war das erste Wald-Investment getätigt. Lohnt es sich, Infrastruktur nochmals mit frischen Augen anzuschauen?

Harrschar: Das wollte ich gerade sagen. Dass die Entscheidung von ZF Friedrichshafen damals so gefasst wurde, hat auch viel mit dem Zeitpunkt und der damaligen Marktreife beziehungsweise -unreife zu tun. Zum einen sind Infrastruktur-Investments in Europa jahrzehntelang sehr stark über den Staat gelaufen. Dagegen wurden diese Projekte in den angelsächsischen Ländern – USA, Kanada, Australien, Großbritannien – schon immer vornehmlich über die großen Pensionsfonds finanziert. In diesen Ländern gibt es also eine lange Historie von Infrastrukturanlagen, -fonds und -managern. Die waren allerdings 2010 oder 2012, als ZF investieren wollte, hier auf dem Markt nicht verfügbar. Die hatten Europa gar nicht so im Blickfeld und waren hier nicht aktiv. Gleichzeitig waren wir zu dem Zeitpunkt in Europa noch nicht so weit, dass sich der Markt der Infrastruktur für private Investoren geöffnet hatte.

Hat sich seitdem wirklich so viel getan?

Harrschar: Das würde ich schon denken. Mittlerweile gibt es eine nicht unbeachtliche Zahl von Managern, die sehr wohl mit den Risiken umgehen können. Die politische Diskussion, wer denn unsere Autobahnen sanieren soll, hat unser Bewusstsein für augenfällige Risiken von Infrastrukturprojekten geschärft. Was für den Wald der Borkenkäfer ist, ist für eine Mautstraße eine Verlängerung der Bauzeit oder eine deutlich niedrigere Anzahl zahlender Autofahrer.

Mackewicz: Dank der Marktreife gibt es mittlerweile etliche Spin-offs von erfolgreichen Managern. Aber Infrastruktur hat noch einen ganz entscheidenden Vorteil, beispielsweise gegenüber Private Equity. Die institutionellen Investoren können mit Infrastruktur viel mehr anfangen als mit Private Equity. Mit Straßen, Flughäfen, Ölpipelines und Windrädern. Bei Private Equity gibt es häufig Berührungspunkte. Würde es auf dem Markt ein vergleichbares Angebot im Infrastrukturbereich geben wie bei Private Equity, würde Infrastruktur Private Equity innerhalb kürzester Zeit überholen. Zur Orientierung: Über 7.000 Private-Equity-Fonds haben weltweit von 2010 bis 2015 mehr als 1.800

„Wir sehen derzeit ähnliche Auswüchse, wie die in der Zeit vor dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im Herbst 2008. In einem jüngsten Fall hat ein Verkäufer Kaufinteressenten nur 72 Stunden Zeit gegeben, um die Assets näher anzuschauen. Und das werden wir nicht mitmachen.“

ULRICH VON CREYTZ

Milliarden Dollar eingeworben – gegenüber 404 Infrastrukturfonds mit 221 Milliarden Dollar im selben Zeitraum.

Harrschar: Infrastruktur erweitert zudem die Bandbreite der Laufzeiten, die Sachwertanlagen bieten. Das gerade ist ja das Spannende an Real Assets.

Herr Schorr, würde Ihr Unternehmen in puncto Infrastruktur heute anders entscheiden?

Schorr: Die Zeit, die seit unserer Entscheidung vergangen ist, ist genau der Punkt, wieso wir uns das Thema auf der nächsten Anlageausschusssitzung noch einmal genauer anschauen wollen. Die Anbietersauswahl hat sich seit 2010 deutlich verbessert. Und ein Auswahlverfahren macht nur Spaß, wenn man eine Auswahl hat.

Jetzt sind die Anbieter in der Runde gefragt. Hätten Sie etwas, das Sie Herrn Schorr empfehlen könnten?

Von Creytz: Derzeit sind wir mit einem paneuropäisch investierenden Infrastrukturfonds im Vertrieb. Das ist der Nachfolger eines Fonds, der 2006 aufgelegt wurde und derzeit im Abverkauf des Portfolios ist. Zurzeit liegt die Rendite des Fonds im zweistelligen Bereich. Die Infrastruktur, in die wir investiert haben, hat sich dank der angelegten Kriterien als stabil erwiesen: Sehr hohe Eintrittshürden in die ausgewählten Projekte haben uns vor Wettbewerb geschützt. Eine starke Regulierung hat uns auf der Einnahmeseite eine erhöhte Sicherheit gegeben.

Wo genau war dieser erste Fonds investiert?

Von Creytz: Er war breit diversifiziert. Bei-





ULRICH VON CREYTZ
DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT

Als Geschäftsführer ist Ulrich von Creytz bei der Deutschen Asset Management nicht nur für den Vertrieb in Deutschland verantwortlich, sondern auch in ganz Europa, wenn es um in London verwaltete Produkte geht. Damit betreut der 42-jährige Jurist drei große Bereiche: Immobilien, Infrastruktur und Private Equity. Weltweit sind 78,5 Milliarden Euro in alternative Anlagen investiert.

spielsweise waren darin die erneuerbaren Energien mit Wind und Fotovoltaik vertreten. Ebenso Liquefied Natural Gas Terminals, also Regasifizierungsanlagen – all dies in Spanien. Zum Portfolio gehörten Wasserversorger in Großbritannien, Häfen, Autobahnen und als Flaggschiff-Investment in Deutschland der Raststättenbetreiber Tank & Rast.

Frau Harrschar, welche Projekte hat Universal-Investment in diesem Segment umgesetzt?

Harrschar: Wir haben ein ganz interessantes Projekt umgesetzt, bei dem in Infrastruktur in Schwellenländern – Afrika, Südostasien, Mittel- und Südamerika – investiert wird. Der Fonds wurde kürzlich aufgelegt und hat Kapitalzusagen im fast dreistelligen Millionenbereich. Vornehmlich geht es um erneuerbare Energien, insbesondere Fotovoltaik und Windkraft. Bislang sind die Renditen dort sehr hoch, die Ausfallwahrscheinlichkeiten sehr niedrig. Dahinter steht zudem auch eine soziale Verantwortung. Der Fonds investiert gemeinsam mit einer Förderbank, die zusätzlich soziale Kriterien bei der Auswahl der Investments berücksichtigt.

Herr Mackewicz, was würden Sie Ihren Kunden empfehlen?

Mackewicz: Wir haben ganz ausgezeichnete Erfahrungen mit Secondary-Fonds gemacht. Diese haben den Vorteil, dass der Investor keine Black Box kauft, sondern genau weiß, was sich im Portfolio befindet. Der Fonds wird in aller Regel zu einem Risikoabschlag erworben. Die Fonds sind breit diversifiziert und liefern frühe Rückflüsse.

Schorr: Allerdings haben Secondaries einen Grund, warum sie Secondaries sind. Und diesen Grund gilt es zu evaluieren.

Von Creytz: Genau, aber das Schöne ist, dass ich bei Secondaries die Chance habe, das Portfolio zu bewerten. Im Gegensatz zu Blind Pools, wo ich mich auf Manager, Track Record und Investment-Strategie verlassen muss.

Schorr: Aber nur weil es einen Discount gibt ...

Von Creytz: ... muss es kein Schnäppchen sein. Das ist völlig richtig. Aber dank unserer

ROUNDTABLE REAL ASSETS/INFRASTRUKTUR

Immobilienexpertise können wir beurteilen, ob wir bei einem Fonds mit einem guten Abschlag tatsächlich ein gutes Risiko-Rendite-Verhältnis einkaufen.

Wo, würden Sie sagen, gab es für Investoren die größten Überraschungen, was die Risiken von Investments angeht? Lassen Sie mich als Stichworte nur Türkei und Brexit nennen . . .

Mackewicz: Die politischen Entwicklungen in der Türkei sind sicherlich so ein Beispiel. Da gab es im Private-Equity-Bereich einiges im Angebot. Diese Fonds sind mittlerweile abgewickelt oder von der Bildfläche verschwunden.

Von Creytz: Zwar hätte ich vor drei, vier Jahren ein Nein der Briten zur EU ausgeschlossen. Trotzdem war es ja ein Risiko, das uns allen bewusst war. Von einem Schwarzer-Schwan-Ereignis würde ich hier nicht sprechen.

Schorr: Es geht aus meiner Sicht schon in die Richtung. Solche politischen Risiken, welche dann auf die Einnahmen in Fremdwährung durchschlagen, werden immer häufiger unterschätzt. Beispiel Griechenland: Vor 2010 hatte man das Thema des Grexit noch nicht so präsent. Uns wurden bereits seinerzeit einige Infrastrukturangebote in Griechenland offeriert. Jetzt stellen Sie sich vor, Sie hätten dort investiert und Griechenland wäre wieder außerhalb der Eurozone. Die Cashflows fließen weiter, das Infrastruktur-Investment in Griechenland hätten wir weiterhin in den Büchern. Nur jetzt bekommen Sie die Ausschüttungen in griechischer Drachme. Ihre Pensionäre müssen Sie allerdings in Euro bezahlen.

Von Creytz: Absolut richtig. Doch ist das kein überraschendes Risiko. Als Investor bekomme ich doch mehr Rendite in Griechenland, weil damit ein höheres Risiko verbunden ist.

Harrschar: Die zentrale Frage bei diesen „überraschenden“ Risiken ist doch, wie stark man eingebunden ist. Ein kluger Investor engagiert sich nicht direkt bei einem Staudamm oder einer Mautstraße in der Türkei. In einem europäischen Infrastrukturportfolio war die Türkei unter „Other European Countries“ zu finden. Und diese Kategorie



DIETER SCHORR ZF FRIEDRICHSHAFEN

Die ersten beruflichen Berührungspunkte mit Real Assets hatte Dieter Schorr noch als Geschäftskundenbetreuer bei der HypoVereinsbank. Danach ging es für den heute 42-Jährigen über Boehringer Ingelheim zur TWL AG. Heute ist der studierte Bankbetriebswirt für die Administration der Pensionsverbindlichkeiten und das Management der Pensionsvermögen bei ZF Friedrichshafen zuständig.



machte selten mehr als fünf, maximal zehn Prozent im Portfolio aus. Die meisten Finanzierungen, die wir gesehen haben, waren wegen der Risiken abgesichert: Sie waren in Euro denominiert und mit Ausfallbürgschaften versehen. Dagegen wurde die Brexit-Abstimmung der Briten in ihren Risiken komplett unterschätzt. Die Menschen, mit denen ich in London kurz vor der Entscheidung gesprochen habe, waren total entspannt.

Mackewicz: Was mich nach der Brexit-Entscheidung beeindruckt hat, war, dass ich am Montag nach dem Referendum von den Infrastrukturmanagern, die wir im Auftrag unserer Mandanten ausgewählt hatten, umfangreiche Dokumentationen auf dem Tisch hatte. Darin wurden verschiedene Szenarien und deren mögliche Renditeauswirkungen aufgezeigt. Dank der breiten Diversifikation gingen die Manager im schlimmsten Fall davon aus, dass die Rendite fünf oder zehn Prozent niedriger ausfallen würde – also eher sieben als acht oder neun Prozent.

Herr Schorr, bei Ihren Investments suchen Sie eher den direkten Zugang und versuchen, Verpackung zu vermeiden. Bei einem Immobilien-Investment sind Sie unlängst von diesem Prinzip abgewichen. Warum?

Schorr: Ja, wir präferieren das Direktinvestment. Oder eben Investitionen, die relativ simpel und billig sind. Wie etwa unseren Gold-ETC. Dessen Kostenquote hält sich doch in engen Grenzen, vor allem in Zeiten der Negativzinsen. Bei Wald sind wir auch gerne direkt engagiert. Bei einem unserer jüngsten Immobilien-Investments ließ sich die Verpackung jedoch nicht vermeiden. Sonst hätten wir bei dem Manager nicht investieren können. Da dieser den Zugang zu aus unserer Sicht interessanten Assets besaß, sind wir rein: Da waren zeitlich befristete Wohnungsbauprojekte in Spanien dabei, aber auch Value-Add-Investments in Deutschland. Auf der anderen Seite haben wir dafür unseren unbegrenzt laufenden langjährigen stabilen Core-Immobilienfonds leicht reduziert.

Lassen Sie uns kurz nach vorne schauen. Wie sieht die Zukunft von Real Assets aus?

Von Creytz: Ich will da gar nicht so inno-

„Bei einem unserer jüngsten Immobilien-Investments ließ sich die Verpackung jedoch nicht vermeiden. Sonst hätten wir bei dem Manager nicht investieren können. Da dieser den Zugang zu aus unserer Sicht interessante Assets besaß, sind wir rein.“

DIETER SCHORR

vativ sein und ganz neue Anlageklassen erschließen. Investoren werden weiter und stärker in Sachwerte investieren. Sie haben einfach keine andere Wahl. Wichtig ist, dabei weiter zu diversifizieren. Deutsche Investoren sollten international breiter anlegen – in den etablierten Märkten Asiens, Australiens und Nordamerikas. Aber sie sollten auch in den Immobilienmärkten diversifizieren und nicht nur auf Büroimmobilien setzen. Da sind die Preise teils einfach zu hoch. Wer defensiv investieren möchte, kommt um das Thema Wohnen nicht herum. Allerdings müssen Investoren angesichts der großen Nachfrage erhebliche Abstriche machen bei ihren Renditeerwartungen. Wenn ich eine Büroimmobilie für vier Prozent Anfangsrendite erwerbe, zehn Jahre später Nachvermietungskosten habe und in 30 Jahren die Immobilie abreißen muss, dann ist es sehr wahrscheinlich, dass ich Geld verliere. Deswegen suchen wir für unsere Kunden defensive Anlagen, bei denen das Preisrückgangspotenzial nicht so dramatisch ist. Für Wohnen muss sich ein Investor mit drei Prozent zufrieden geben.

Harrschar: Kunden, die eine lange Duration suchen, gehen natürlich weiter in Equity-Anlagen hinein. Deshalb spielt Private Equity wieder eine größere Rolle. Dabei gibt es einige Infrastruktur- oder eben auch Private-Equity-Fonds, die sich nicht mehr klar zuordnen lassen. Beispielsweise geht es um Unternehmensbeteiligungen aus dem infrastrukturnahen Bereich. Neben der langen Duration suchen Investoren stetige Rückflüsse. Deswegen ist die Fremdkapitalseite sehr viel stärker in den Vordergrund getreten mit den Spielarten Infrastructure Debt und Private Debt. Und beides sind Dinge, wo wir eine sehr starke Nachfrage im Moment sehen, wo unsere Kunden

kommen und entsprechende Lösungen haben wollen, wie sie Zugang zu diesen Märkten bekommen.

Die Investoren sind mit einem Verkäufermarkt konfrontiert und stehen gleichzeitig unter hohem Anlagedruck. Lassen Sie deswegen alles mit sich machen? Gibt es eine Schmerzgrenze?

Von Creyzt: Es ist in der Tat so, dass wir viele Dinge hinnehmen müssen in diesem Verkäufermarkt. Allerdings gibt es Ausnahmen: Den hohen Zeitdruck, unter den uns die Verkäufer bei der Due Diligence setzen, werden wir nicht mitmachen. Wir sehen derzeit ähnliche Auswüchse, wie die in der Zeit vor dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im Herbst 2008. In einem jüngsten Fall hat ein Verkäufer Kaufinteressenten nur 72 Stunden Zeit gegeben, um die Assets näher anzuschauen. Und das werden wir nicht mitmachen. Klar muss ich im aktuellen Umfeld auch kompromissbereiter sein. Aber nicht in diesen grundsätzlichen Fragen.

Harrschar: Wir beobachten, dass Anbieter die Exklusivitätsperioden stark nach unten fahren. Oder dass die Exklusivität zum Teil auch gebrochen wird, weil plötzlich ein anderer Kaufinteressent von der Seite kommt und das Rennen macht. Teils wird dabei auch extrem auf Zeit gespielt, damit die Exklusivitätsperiode ausläuft und der andere, mit dem quasi parallel verhandelt wurde, den Zuschlag bekommt. Doch alle Beteiligten sollten nie vergessen: Es kommen auch wieder andere Zeiten mit einem anderen Markt. Deswegen sollten sich alle genau überlegen, wie sie miteinander umgehen. Generell raten wir unseren größeren Kunden, näher an das Asset heranzukommen, um besser Einfluss nehmen zu können.

Doch braucht der Investor dafür nicht die nötige Masse?

Harrschar: Klar, unter einer Investitionssumme von wahrscheinlich rund 100 Millionen Euro ist das schwierig zu bewerkstelligen, weil man sonst die Aufteilung auf verschiedene Assets nicht umsetzen kann. Und ansonsten merkt man, dass Investoren ihre Kapitalanlagen wieder in andere Bereiche allokatieren. Wie schon erwähnt, wird Private Equity wieder stärker

nachgefragt. Das genau ist eine solche Entwicklung.

Mackewicz: Die Investoren lassen keinesfalls alles mit sich machen, sondern sind sehr kritisch und erwarten Zugeständnisse von Fondsanbietern, wenn diese wieder Kapital einwerben wollen, obwohl ihr alter Fonds noch unter der 70-Prozent-Investitionsquote liegt.

Wie gehen die Investoren damit um?

Mackewicz: Die Fondsmanager sind kompromissbereit und suchen den Dialog. Sie begründen ihr frühzeitiges Fundraising mit dem guten Klima und der Möglichkeit, einen Fonds zügig zu schließen. Und kommen den Investoren entgegen, indem sie erst ab dem ersten Investment des neuen Fonds beginnen, die Management Fee zu berechnen.

Herr von Creyzt, wenn Sie sagen, dass Sie gewisse Dinge nicht mitmachen, wie reagieren dann Ihre Investoren?

Von Creyzt: Mit Verständnis. Natürlich ist das eine Diskussion, die ich nicht gerne mit unseren Kunden führe. Ihnen zu erklären, dass die Investment-Geschwindigkeit – denn darum geht es ja dann – niedriger ist als ursprünglich erwartet. Aber ich führe die Diskussion viel lieber jetzt, als mich in drei oder vier Jahren für die schlechte Performance eines Fonds rechtfertigen zu müssen. Zumal die Investoren in diesem Marktzyklus mehr Verständnis für solche Entscheidungen aufbringen als beispielsweise 2006. Damals haben uns die Kunden viel stärker unter Druck gesetzt und auf die Konkurrenz gezeigt, die es noch schafft, für sechs Prozent Investments zu machen. Doch auch damals haben wir unseren Kunden gesagt, dass diese Objekte in aller Regel zu teuer seien und das Risiko nicht zur Rendite passe. Und diese Diskussion hat sich ausgezahlt: Die Investoren, mit denen wir damals argumentiert haben, zählen heute zu unseren allerbesten Kunden.

Sie ziehen also das Fazit, dass die Investoren seit der letzten Boomphase durchaus gereift sind und dazugelernt haben?

Von Creyzt: Ja, diese Lernkurve gibt es. Und das ist toll. ●