



REAL ESTATE UND INFRASTRUKTUR

Die Zinslage in Euroland ist prekär und bleibt es. Doch der einzige Grund, sachwertnah zu investieren, ist das keineswegs. Real Estate und Infrastruktur legen daher in den Portfolios vieler Pensionsinvestoren stetig zu – sei es mit oder ohne Home Bias. Doch beide Asset-Klassen bringen bei Sourcing, Regulierung, Administration und politischen Risiken ihre ganz eigenen Herausforderungen mit sich. Lage und Perspektive diskutierte Pascal Bazzazi im Münchener Hofbräuhaus mit Sofia Harrschar, Rainer Komenda, Karsten Weber, Olaf John und Ottmar Heinen.

Roundtable
München, im Herbst 2018

REAL ESTATE UND INFRASTRUKTUR IM FOKUS DES PENSIONSINVESTORS ...

Guten Morgen, Frau Harrschar, die Herren, wir wollen heute über Real Estate und Infrastruktur reden. Lassen Sie uns anfangen mit einem der großen Treiber der Entwicklung – der Geld- und Zinspolitik. Wie schätzen Sie hier Lage und Perspektive ein?

John — Klar ist jedenfalls: Die Zinsen steigen derzeit. Zum Großteil hat der Markt das sogar schon eingepreist. In den USA rentieren Zehnjährige mittlerweile schon mit über drei Prozent. Wir erwarten, dass es bei den nächsten Sitzungen der FED für drei bis vier Quartale in 25-Basispunkte-Schritten weitergeht. Wir rechnen daher dort am kurzen wie am langen Ende mit Zinssteigerungen. Für Deutschland liegen wir bei den Bunds mit unserem 12-Monats-Forecast von 0,9 Prozent etwas höher als die im Markt eingepreisten Forwards.

Komenda — Wir erwarten, dass die Zinsen in Euroland eher moderat bis flach bleiben. Auch wir sehen, dass – wie Olaf John gerade sagte – kommende Zinserhöhungen in den USA schon eingepreist sind. Bemerkenswert ist, dass dort eine inverse Zinskurve droht. Möglicherweise könnte den USA also mittelfristig doch eine Rezession ins Haus stehen.

Herr Weber, was sagen Sie?

Weber — Auch wir beobachten den Zins natürlich. Ich denke, dass die EZB das Quantitative Easing weiter zurückfahren wird. Die Forwards deuten in der Tat darauf hin, dass die Zinsen moderat ansteigen. Das kann man grundsätzlich begrüßen. Allerdings halten wir uns mit Prognosen zurück, weil unsere sachwertorientierte Anlagestrategie auf der Überzeugung beruht, dass die Korrelation

zu Veränderungen an Zins- oder Aktienmärkten eher gering ist.

Harrschar — Wir sind Anbieter von Plattformlösungen. Und die Herkunft des Geldes unserer Kunden auf den Plattformen ist im Wesentlichen Europa. Die Anlagepolitik dagegen ist praktisch vollumfänglich global. Insofern wird es spannend, zu sehen, welche Auswirkungen beispielsweise die weitere Entkopplung der Zinsen in den großen Währungsräumen haben wird.

John — Dem kann ich nur zustimmen. Die Differenz bei den Staatsanleihenrenditen zwischen den USA und Deutschland ist historisch einmalig. Das wird fast zwangsläufig Konsequenzen haben. Andererseits sind die Kosten für das Währungs-Hedging in den letzten Monaten enorm gestiegen. In den USA liegen die Dreimonatszinsen bei 2,3 Prozent. In Deutschland ist der Dreimonatszins negativ und liegt bei circa minus 0,3 Prozent. Bei den Zehnjährigen ist die Differenz ähnlich hoch. Wenn man also auf Dreimonatsbasis Dollar-Investitionen in Euro absichert, kostet das circa 2,6 Prozent!

Herr Heinen, Sie zumindest betrifft die Frage des Hedgings nicht, richtig?

Heinen — Ja, wir operieren in Deutschland und Österreich und sind damit grundsätzlich währungsneutral. Gleichwohl behalten auch wir den Zins im Auge. Und wir glauben nicht daran, dass wir in absehbarer Zeit nachhaltig stark steigende Zinsen haben werden. Wir bewegen uns zwar weiter in einer der längsten konjunkturellen Aufschwungsphasen seit dem Zweiten Weltkrieg, aber die Notenbanken haben noch nicht wirkliche Puffer für eine kommende Krise aufgebaut, die ja durchaus



Die Diskutanten im Münchener Hofbräuhaus (v.l.n.r.):

Pascal Bazzazi — LEITER BAV UND dpn, **Ottmar Heinen** — PROJECT BETEILIGUNGEN AG, **Sofia Harrschar** — UNIVERSAL-INVESTMENT, **Olaf John** — INSIGHT INVESTMENT, **Rainer Komenda** — BAYERISCHE VERSORGENSKAMMER, **Karsten Weber** — PENSIONSKASSE DER GENOSSENSCHAFTSORGANISATION

SPONSOREN

UNIVERSAL INVESTMENT

Insight INVESTMENT

PROJECT INVESTMENT



kommen könnte. Hinzu kommt, dass wir uns praktisch seit fünf, sechs Jahren in einem weltweiten Währungskrieg befinden – billige Währungen durch niedrige Zinsen. Denken Sie an die neuerlichen Aussagen Mario Draghis zu einer Zinserhöhung frühestens im Frühjahr 2019. Das Quantitative Easing wird reduziert, aber es besteht weiterhin. Auch das bedeutet, dass wir weiter in einer expansiven Welt unterwegs sein werden. Und selbst wenn eine Krise kommt, samt Währungsturbulenzen, dann wird die Antwort sicher nicht lauten: steigende Zinsen.

Soviel zu den verschiedenen Blickwinkeln auf die Großwetterlage. Frage an die beiden Investoren: Wie sind Sie in Ihrer Strategischen Asset Allocation in den beiden Asset-Klassen Real Estate und Infrastruktur derzeit positioniert, und wie sehen hier Ihre weiteren Pläne aus?

Komenda — Klar ist, dass Real Estate für eine Pensionskasse immer ein wichtiger Pfeiler war. Wir sind hier schon lange engagiert, haben aber infolge des Zinsumfeldes die Immobilienquote in den letzten Jahren deutlich ausgebaut. Ursprünglich kamen wir von einer Quote von ungefähr fünf bis sechs Prozent. Regulatorisch dürfen wir bis zu 25 Prozent in Real Estate investieren. Mit heutigem Stand liegen wir bei circa 20 Prozent. Mittelfristig streben wir um die 23 Prozent an, langfristig könnten wir die Quote ausschöpfen. Der Anteil der Infrastruktur liegt derzeit bei circa drei Prozent, die gegenwärtige strategische Planung sieht rund vier Prozent vor. Aber wir überprüfen auch hier stetig die Zielallokationen, und ich will nicht ausschließen, dass wir hier noch etwas zulegen.

Weber — Wir sind ähnlich aufgestellt. Auch unsere Immobilienquote liegt derzeit bei circa 18 Prozent, wir kommen von ursprünglich fünf und werden uns bei über 20 Prozent einpendeln. Es gibt hier aus taktischen und strategischen Gründen immer etwas Bewegung. Derzeit ist es attraktiv, bei dem ein oder anderen Objekt, das vielleicht in der Vergangenheit nicht ganz so viel Spaß gemacht hat, auch mal stille Reserven zu heben. Infrastruktur macht bei uns bereits ungefähr fünf Prozent aus, unser Ziel liegt bei 15 Prozent. Insgesamt wollen wir Sachwerte und sachwertnahe Investitionen in unserer SAA beizubehalten bei 60 Prozent sehen. Darunter subsumiere ich auch Papiere, die einen Sachwert als Underlying haben, beispielsweise ABS oder andere Compartments.

Harrschar — Welche Infrastruktur bevorzugen Sie denn?

Weber — Hier kann ich neben Energie auch soziale Infrastruktur nennen, also Kindergärten, Pflegeheime et cetera. In anderen Bereichen sehen wir noch nicht so recht das Angebot, das wir uns wünschen.

John — Nur Equity oder auch Debt?

Weber — Sowohl als auch, wobei Debt zumindest aktuell gegenüber Equity überwiegt. Effizienz ist uns sehr wichtig, wir sind nur ein sehr kleines Team und müssen immer darauf achten, unsere Assets auch administrieren zu können. Aus diesem Grund investieren wir überwiegend über ein Spezialfondsmandat. Damit sind viele »Stolpersteine«, wie beispielsweise das Reporting, schon unter Kontrolle, so dass wir uns auf die Assets selbst konzentrieren können.

Welche Infrastrukturthemen bevorzugen Sie, Herr Komenda?

Komenda — In erster Linie Kommunikation und erneuerbare Energien.

Halten wir fest: Wir sehen in beiden Asset-Klassen schon recht hohe Niveaus, zumindest bei den beiden Investoren, die am Tisch sitzen, und die Level dürfen gern noch zulegen. Sind das goldene Zeiten für Projektentwickler, weil große Institutionelle mit viel Geld handeln wollen? Und müssen?

Heinen — Die Handlungsnotwendigkeit ist sicher da, und natürlich profitieren wir davon. Klar ist aber auch, dass die Rentabilität fast aller Investments nachlassen musste. Ebenso klar ist, dass sich viele Akteure am Markt tummeln. Und sicher wird nicht jeder, der am Markt unterwegs ist, nachher das abliefen können, was vorne versprochen wurde. Auch die unterschiedlichen Subsektoren werden sich im Rückspiegel betrachtet in den nächsten Jahren wahrscheinlich dann teils etwas anders darstellen, als man es heute vermutet. Sehen Sie beispielsweise die großen Trends in Studentenheimen, in Gewerbeimmobilien, Micro Apartments et cetera. Das halten wir am Ende zwar für gute, aber halt auch zyklische Investments. Und ewig werden wir nicht rosarote Wolken am Konjunkturhimmel sehen. Also insofern ja, goldene Zeiten, aber eben auch keine einfachen goldenen Zeiten.

Was also tun?

Heinen — Wir zumindest konzentrieren uns bewusst überwiegend auf den eigengenutzten Wohnbereich, bei dem wir überzeugt sind, dass es eine konstante Nachfragesituation gibt, und diese wird sich in den nächsten Jahren auch nicht entspannen. Hinzu kommt eine eklatante Unterdeckung an verfügbaren Wohnimmobilien. Das gilt namentlich in den großen Metropolregionen.

Eben sprachen wir schon über Quoten. Frau Harrschar, wie vertragen sich die Absichten der Investoren – Pensionskassen, Pensionsfonds – mit der gegenwärtigen Regulierungslage? Sind die Aufsichtspraxis und die Regulierung adäquat zu den Notwendigkeiten, vor denen die Investoren stehen?

Harrschar — Wesentlich ist hier die Anlageverordnung. Und diese hat ja just zwei Veränderungen durchlaufen: zum Ersten ihre Erneuerung

»Wenn Sie ein größerer Investor sind und höhere Volumina investieren, dann wollen Sie auch in Wachstumsmärkten anlegen. Und viele Wachstumsmärkte sind halt mitnichten dem deutschen Markt ähnlich. Man kann fragen, ob der deutsche Regulator hier mit der Entwicklung überall so recht Schritt gehalten hat.«

Rainer Komenda

2016, zum Zweiten das seinerzeit lang erwartete, mittlerweile auch wieder fast ein Jahr alte Kapitalanlagerundschreiben. Tendenziell kann man feststellen, dass die Asset-Klasse Immobilien nur geringen Veränderungen unterworfen worden ist. Grundsätzlich herrscht hier regulatorisch eine gewisse Stabilität vor. Die größte Veränderung in der neuen Anlageverordnung ist die Möglichkeit, in Debt-Fonds zu investieren. Unter bestimmten Auflagen ist es möglich, direkt in Loan Funds zu investieren. Das setzen viele unserer Anleger bereits um – trotz der zum Teil rigiden Anforderungen der Aufsichtspraxis. Das Thema Infrastruktur wird zwar in den Erläuterungen zu der Novellierung der Anlageverordnung mehrfach erwähnt, aber es gibt leider – im Gegensatz zu Solvency II – keine eigene Quote. Eine solche hätten einige unserer Anleger sehr begrüßt.

Inwiefern?

Harrschar — Anlagen in Infrastruktur sollen politisch gewollt ja gefördert werden, und wir sehen das beispielsweise auch in dem Solvency-II-Regime. Dieselbe Idee stand hinter der Novellierung der Anlageverordnung, aber es gibt weiterhin keine eigene Quote dort. Das heißt, dass Infrastruktur-Investments als Debt immer mit Unternehmensanleihen und als Equity immer mit Private Equity konkurrieren.

Und die gewisse Stabilität bei Immobilien?

Harrschar — Für Immobilien-Investments gibt es schon seit längerem eine separate Immobilienquote. Die Anforderungen für Anlagen in dieser Quote sind sehr nahe an der Immobilie, das heißt dem Grundstück, dem Erbbaurecht oder der Immobilie selbst. Daraus ergibt sich, dass die Anlage, salopp gesprochen, sehr nahe am »gebauten Haus« sein muss – in welcher Farbe und Form dann dieses Haus am Ende auch daherkommt. In dem Moment, wenn die Erwerbsstruktur sich davon entfernt, ist die Immobilienquote meist nicht mehr möglich, sondern Sie müssen schauen, ob das Investment in die sogenannte Beteiligungsquote passt. Dann allerdings konkurriert die Anlage mit Private Equity. Ich halte die Grenze hier für sehr eng gefasst. Auf der Loan-Seite haben wir dagegen wie gesagt in den letzten Jahren positive Veränderungen gesehen. Es ist gut, dass

beispielsweise Loan Funds zulässig sind. Andererseits erschließt sich der Sinn der bei verbrieften Loan-Forderungen erforderlichen Ratings nicht in jedem Fall. Aus meiner Sicht sollten Investments so bewertet und klassifiziert werden, wie sie sind. Je weniger zusätzliche Struktur rund um das Investment, umso besser. Das hat neben der Umsetzung der gewünschten Anlagepolitik auch den positiven Effekt, dass die Administration der Anlagen vernünftig umsetzbar ist.

Komenda — Nicht immer ganz einfach ist es auch bei internationalen Investments. Der deutsche Regulierer schaut vor allem durch die deutsche Brille, schaut auf seinen Heimatmarkt und orientiert sich daran. Das ist aber oft mitnichten das, was man international vorfindet. Zwar kaufen Sie auch in Asien oder Lateinamerika am Ende Bau, Steine, Erden. Aber oft sind die Strukturen völlig andere.

Beispielsweise ...

Komenda — ... sind im asiatischen Einzelhandel nicht Festmiet- oder Pachtverträge üblich, sondern Umsatzmietverträge. Diese sind aber für die deutsche Immobilienquote regulatorisch schwierig. Doch dort funktioniert praktisch der ganze Markt so. Folge: Mit der deutschen Regulierung wird eine Nutzungsart in einem ganzen Kontinent praktisch ausgeschlossen. Wenn Sie aber ein größerer Investor sind und höhere Volumina investieren, dann wollen Sie auch in Wachstumsmärkten anlegen. Und viele Wachstumsmärkte sind halt mitnichten dem deutschen Markt ähnlich. Man kann fragen, ob der deutsche Regulierer hier mit der Entwicklung überall so recht Schritt gehalten hat.

Bleiben wir noch kurz bei den technischen Fragen. Stichworte Equity und Debt. Für welche Zwecke des seinen ganz eigenen Zwängen unterliegenden Pensionsinvestors – ALM, LDI, Cashflow – eignet sich eher Equity, für welche eher Debt?

Komenda — Historisch sind wir stärker auf der Equity-Seite unterwegs und sehen die Debt-Seite – sei es Infrastruktur, sei es Real Estate – als Diversifizierungsthema am langen Ende. Und wir bedienen damit natürlich auch andere Quoten.

John — Unser Haus betrachtet die Lage verständlicherweise – gerade bei Infrastruktur, aber auch im Immobilienbereich – im Rahmen von Secured-Finance-Strategien von der Debt-Seite. Wir sehen seit Jahren, dass die Investoren bei Fixed Income die Risikoleiter heraufklettern – von Staatsanleihen über Corporates zu Emerging Market Debt. Schließlich traten die illiquiden Formen hinzu, gerade jetzt auch im Bereich der Infrastruktur oder beispielsweise als Commercial Real Estate Loans. Erstens kann man als Pensionsinvestor dort mittels Liquiditäts- und Risikokomplexitätsprämie noch auskömmliche Renditen verdienen, zweitens seine alltäglichen Cashflow-Anforderungen bedienen und drittens seine Verpflichtungen matchen, auch bezüglich Inflation.

Frau Harrschar, was beobachten Sie bei Real Estate und Infrastruktur in der Frage Equity oder Debt im Markt bei Ihren zahlreicheren Kunden?



Olaf John – Head of Distribution, Europe –
INSIGHT INVESTMENT

»Geschlossen heißt bei Versorgungswerken regelmäßig, dass die Gesamtvermögen im Schrumpfen begriffen sind. In einer solchen Lage hat die stetige Sicherstellung der Cashflows zum Bezahlen der Renten eine ungleich größere Bedeutung als die potenzielle Wertschöpfung eines Assets.«

Aktuar Olaf John ist auf dem bAV-Parkett als Experte für das Liability Driven Investment bekannt, also das Ausrichten der Kapitalanlage an der Verpflichtungsseite. In diesem Sinne rät er seinen Mandanten im gegenwärtigen, anhaltenden Umfeld nicht dazu, die reine Renditeorientierung der Planvermögen in den Vordergrund zu rücken, sondern über verlässliche und kalkulierbare Zahlungsströme aus der Kapitalanlage die Wahrscheinlichkeit der Bedeckung der Liability Cashflows zu optimieren.

Nach London zur Insight Investment, Tochter der BNY Mellon, kam der 53-jährige John, der aus dem Hunsrück stammt und verheirateter Vater zweier Kinder ist, Anfang 2009. Bereits seit 1990 ist er in der bAV tätig. Als Pionier des deutschen Investment Consultings baute er diesen Bereich Anfang der 90er Jahre bei der damaligen Towers Perrin auf.

Die Insight Investment verwaltet Stand Ende März 2018 weltweit umgerechnet über 680 Milliarden Euro, davon über 8 Milliarden in Deutschland.

Harrschar — Über den Zeitablauf gesehen, stand hier zuerst die Equity-Seite klar im Vordergrund, bei Immobilien wie bei Infrastruktur. Das hat sicher auch damit zu tun, dass die Zulässigkeit von Debt-Fonds in Deutschland und Luxemburg und damit auch die Investierbarkeit für deutsche Investoren in Debt-Fonds erst in den letzten paar Jahren möglich wurde. Mittlerweile sehen wir allerdings auch auf der Debt-Seite sehr große Nachfrage. Das hat zwei Hintergründe: Sie haben – wie Olaf John es eben ansprach – mit Debt eine laufende Cashflow-Dimension. Und in dem Maße, in dem den Investoren ihre alten hochrentierlichen Renten auslaufen, suchen



sie hier Ersatz. Der zweite Treiber hat mit der Asset-Verfügbarkeit zu tun. Es gibt halt nur eine bestimmte Menge Infrastruktur- und Immobilien-Investments auf der Welt. Auf der Debt-Seite haben Sie einen häufigeren Turnover als auf der Equity-Seite.

Die Märkte werden enger. Wo beginnt heute das Sourcing für die Investoren?

Weber — Das Thema Verfügbarkeit ist in Bezug auf die Sachwerte ein ernstes Problem, und zwar nicht nur auf internationaler Ebene, sondern auch im deutschsprachigen Raum. Hier spielt für uns auch die Wertschöpfungstiefe eine große Rolle. Sie müssen, um hier wirklich interessante Konstellationen zu gewinnen, die auch die Renditeerwartungen erfüllen können, an einem Punkt ansetzen, der dieses Objekt veredelt.

Also: Heute als Investor eine Immobilie kaufen und fertig, das ist nicht mehr. Man ist als Investor jetzt immer auch ein bisschen Projektentwickler?

Weber — Zu einem gewissen Grad sicher. Das ist auch immer eine Größenfrage. Wir sind nicht so internationalisiert wie die großen Kasernen. Wir sind viel regionaler, viel kleinteiliger. Wenn Sie ein Objekt ermittelt haben, das in Ihr Portfolio passt, und dann kommen Sie im Zuge der Due Diligence zu dem Ergebnis, dass es sich zwar um eine interessante Anlage handelt, Sie aber im Wertschöpfungsprozess nicht weit genug in die Tiefe kommen, dass Sie Ihre Renditevorstellungen erreichen ...

... kann externe Unterstützung helfen?

»Das Thema Verfügbarkeit ist in Bezug auf die Sachwerte ein ernstes Problem, und zwar nicht nur auf internationaler Ebene, sondern auch im deutschsprachigen Raum. Hier spielt für uns auch die Wertschöpfungstiefe eine große Rolle.«

Karsten Weber

Weber — Ja, dann brauchen Sie ein externes Team, das breit aufgestellt ist, technisch wie juristisch. Ein gutes Beispiel sind hier Investments in Hotels. Wir haben uns in den letzten Jahren einen gewissen Erfahrungsschatz erarbeitet und schließen uns verstärkt mit anderen kleinen Einheiten zu strategischen Partnerschaften zusammen, mit denen man dann sozusagen über das stärker werdende Kollektiv auch andere Themen abbilden kann – also eine spezielle Art von Club Deals.

»Anfang des Jahrhunderts sind noch viele Alternatives und Sachwerte über Verbriefungsstrukturen gelaufen, die meist von Banken emittiert wurden. Das hat mit der Finanzkrise ab circa 2008 aufgehört. Jetzt sehen wir aber wieder verstärkt Verbriefungen, vor allem, weil damit andere Quoten angesprochen werden und weil Sie in einer Verbriefung Rückzahlungen und auch Zinszahlungen anders strukturieren können.«

Sofia Harrschar

Heinen — Da stimme ich zu – Schuster, bleib bei deinen Leisten. Das Ganze ist ein sehr komplexer Themenbereich. Wir haben derzeit parallel 120 Immobilienentwicklungen laufen. Seit Unternehmensgründung 1995 haben wir bisher jede positiv abgeschlossen, aber das ist keine Garantie. Wir haben uns frühzeitig die Frage gestellt, ob wir überhaupt Banken benötigen. Warum arbeiten wir eigenkapitalbasiert, das heißt rein mit dem Eigenkapital unserer Investoren? Diese haben einen bestimmten langfristigen Blick auf den Markt, und sie haben eine bestimmte Sensibilität für den Markt. Sie wissen auch um Schwankungsbreiten. Sie haben ein Grundverständnis und eine Strategie, die in der Regel über den Finanzierungsfokus einer Bank hinausgehen. Eine Bank blickt auf ihr Balance Sheet, wird unter Umständen schnell nervös und drängt auf frühzeitigen Verkauf. Damit kommen Sie in eine Abwärtsspirale, die Sie ansonsten kompensieren und »aussitzen« können. Bei sachkundigen Investoren ist das nicht so.

Ist das in Nordamerika anders?

Heinen — Nehmen Sie Kanada. Infrastruktur ist dort fast ein reines Versicherungsthema. Ich schätze, dass rund 70 bis 80 Prozent des Investitionsvolumens in kanadische Infrastruktur aus dem Versicherungssektor stammen. Und warum: weil Versicherer sich mit Schwankungsrisiken erheblich besser auskennen als Banken.

John — Dies ist auch der Langfristigkeit dieser Investments geschuldet. Versicherungen denken in anderen Zeiträumen als Banken und suchen andere Durations beziehungsweise Laufzeiten – auch deshalb hat ihre Anlage in diesen Sachwerten lange Tradition.

Harrschar — Im Bereich Infrastruktur und Immobilien gibt es eine gewisse Privatheit dieser Märkte. Hier hat sich über die Jahre gezeigt, dass es nicht immer sinnvoll ist, wenn der Markt als große

Gesamtheit – sprich Börse – die Finanzierungen übernimmt. Stattdessen erscheint es zielführender, wenn beispielsweise spezialisierte Verhandlungspartner, die mit den Besonderheiten der Projektfinanzierung umgehen können, als Club Deal agieren. Das können, aber müssen nicht Banken sein. Übrigens sehe ich die extrem hohe Zahl an Infrastrukturfonds, von denen man nicht weiß, ob sie alle mit dem nötigen Kapital ausgestattet und adäquat gemanagt sind, ein wenig mit Sorge.

Wir hatten über den Niedrigzins, gepaart mit der Wiederanlagefrage, als einen Treiber der Entwicklung gesprochen. Immobilien und Infrastruktur haben ja noch weitere Vorteile – Duration, vielleicht niedrige Korrelation. Welche Motive haben Sie noch als Investor?



Weber — Für uns zählt natürlich – unabhängig von der jeweiligen Zinslage – immer auch der gewisse Inflationsschutz, den wir über die Sachwerte generieren.

John — Immobilien bieten in der Tat einen gewissen Inflationsschutz. Aber es gibt auch Pensionsinvestoren, besonders in der Industrie, meist mit CTAs, welche die Inflation noch genauer absichern wollen. Für diese Akteure bieten sich dann Strategien mit Inflationsanleihen oder Derivaten an. Daneben gibt es bei Immobilien und Infrastruktur einen weiteren Aspekt, und zwar den der Cashflows. Das gilt umso mehr, wenn man diese Asset-Klassen als Ersatz für traditionelle Rentenpapiere betrachtet – sei es durch die regelmäßigen Mietzahlungen bei Equity oder Coupons und Rückzahlungen bei Loans. Hier hat man vertraglich im Voraus bestimmte Cashflows, mit denen man im Rahmen des Asset Liability Managements oder des Cashflow Driven Investments sehr gut kalkulieren kann. Besonders bei Debt rücken allerdings die Qualität und die Vermeidung von Ausfällen in den Vordergrund.

Real Estate, Infrastruktur, Equity und Debt: Dafür benötigt man ja auch die Plattformen, auf denen das Ganze läuft und die entsprechender Regulatorik unterworfen sind. Frau Harrschar, was sind die bevorzugten Plattformen?

Harrschar — Wir bemerken eine Entwicklung in der Art, wie institutionelle Investoren ihre Anlagen organisieren. Viele starten die Anlage in eine neue Asset-Klasse damit, dass sie in sehr breit gestreute Produkte investieren, die von externen Asset Managern gemanagt werden. Für Private Equity und Immobilien gibt es hier beispielsweise diversifizierende Dachfondslösungen. Diese Form des Zugangs ist etabliert und wird schon lange gespielt. Als nächstes folgt dann oft der Schritt vom Dach- zum Singlefonds-Investment, später dann die eigene Plattformlösung, wo die Ausgestaltung individuell gestaltbar ist. Anfang des Jahrhunderts sind noch viele der Alternatives und auch der Sachwerte über Verbriefungsstrukturen gelaufen, die meist von Banken emittiert wurden. Das hat mit der Finanzkrise ab circa



2008 aufgehört. Jetzt sehen wir aber wieder verstärkt Verbriefungen, vor allem, weil damit wie erwähnt andere Quoten angesprochen werden und weil Sie in einer Verbriefung Rückzahlungen und auch Zinszahlungen anders strukturieren können.

John — Es kommt auch immer darauf an, welche Strategie man umsetzen will. Verbriefungen sind praktisch, aber man muss auf die aktive Handelbarkeit der zugrundeliegenden Assets achten.

Herr Komenda, die BVK investiert in Deutschland, aber auch weltweit in Immobilien. Für Letzteres sind Sie zuständig. Weltweit Immobilien zu kaufen, ist sicher komplexer, als weltweit Aktien zu kaufen. Welches sind hier die speziellen Herausforderungen?

Komenda — Eine Immobilie ist für uns Bau, Steine, Erden – und damit ein sehr lokales Thema. Sie brauchen am Ende vor Ort Know-how, weil die Immobilie aktiv gemanagt werden muss. Und das Know-how ist im Regelfall lokal. Wenn Sie nun global investieren und nicht in jedem Fleckchen der Erde ein eigenes Team aufbauen wollen, dann landen Sie zwangsläufig bei der Frage der Struktur. Und dann hängt es auch wieder von Ihrem Risikoappetit ab, in welche Strukturen Sie gehen wollen. Wollen Sie stärker mitreden? Dann gehen Sie in eine Struktur mit wenigen Investoren. Oder Sie wollen lieber passiv sein, dann investieren Sie in ein fertiges Produkt und monitoren das Reporting und die Performance, die dann abgeliefert wird, mit entsprechender Duration.

Wie geht denn Ihr Haus mit dem Sourcing um? Sind Sie jeden Tag auf einem anderen Kontinent und gucken sich Immobilien an? Oder managen Sie von hier aus externe Experten?

»Für uns ist immer die Relation zwischen den Objekt-Ankaufpreisen, den Objekt-Verkaufspreisen und der Mietentwicklung wichtig. Hier muss es einen gewissen Gleichschritt geben. Ich finde auch Berlin nach wie vor spannend, aber eben nicht mitten in Mitte, dort ist es einfach zu teuer.«

Ottmar Heinen

Komenda — Ein bisschen von beidem. Aber das mache ich nicht allein, sondern wir sind auch ein Team. Meist ist es am Ende so, dass wir Manager managen. Doch vieles, was wir kaufen, sehen wir uns vorher auch an.

Vor Ort?

Komenda — Ja, am Ende dann tatsächlich vor Ort. Wir reden hier von 50 bis 100 Millionen Euro pro Einzelinvestment. Wir sehen uns vor Ort das Objekt an, wir sehen uns den Markt an, wir sprechen mit den lokalen Asset Managern, wählen hier aus, lassen Assets suchen, führen Referenzgespräche, holen Querreferenzen ein, prüfen Businesspläne und Plausibilität et cetera, und wir monitoren das Asset auch weiterhin sehr stark, wenn wir es erworben haben.

Kommt es denn oft vor, dass Sie Objekte zurückweisen, weil die Plausibilität Sie nicht überzeugt?

Komenda — Wenn wir im Flieger sitzen und vor Ort sind, dann normalerweise nicht mehr. Wir sind mittlerweile so gut aufgestellt, dass wir den Filter vorher ansetzen. Wenn die Objekte reinkommen, können wir sehr gut schon sortieren und identifizieren, was weiter zu verfolgen lohnt.

Sie sind kein kleines Haus, sondern verfügen über gewisse Investitionsvolumina. In den 50 größten Metropolen der Welt waren Sie schon überall?

Komenda — Da, wo man zumindest als deutscher Institutioneller investieren kann, würde ich sagen, ja.

Welche Märkte finden Sie denn derzeit interessant?

Komenda — Nach wie vor finde ich Märkte spannend, die noch wenig transparent sind, insbesondere dann, wenn Sie einen guten Marktzugang haben. In Märkten, die sehr transparent sind, wie UK, wie Australien, ist es auch sehr schwer, einen komparativen Vorteil zu erzielen. Ich finde weiterhin die Wachstumsmärkte und Emerging Markets sehr interessant. Aber dort kommt Ihnen natürlich ein bunter Blumenstrauß an Themen entgegen, die es für den deutschen Investor ein bisschen schwieriger machen, dort zu investieren. Wichtig sind oft Erbbaurechtsthemen, wenn Sie beispielsweise kein Volleigentum am Grundstück erwerben können. Immer stellt sich auch die Frage des Währungs-Hedgings. Wir sichern klassischerweise die Fremdwährungen.

John — Auch us-Dollar?

Komenda — Auch us-Dollar. Im Moment wahrscheinlich eine der größten Herausforderungen im Währungsportfolio.

Sie meinen die Kosten?

Komenda — Ja. Derzeit kalkulieren wir hier mit rund 300 Basispunkten auf den Cashflow.

John — Wie machen Sie das mit der Liquidität, auch um mit der Immobilie Ihre Hedging-Margen zu bedienen?

Komenda — Wir sind kommoderweise noch in der auskömmlichen Situation, dass unsere Verpflichtungsseite immer noch sichtlich kleiner ist als die Einnahmenseite. Damit können wir das Hedging



Dr. Sofia Harrschar – Executive Director und Head of Alternative Investments / Real Assets – UNIVERSAL-INVESTMENT-GESELLSCHAFT mbH

»Je weniger zusätzliche Struktur rund um das Investment, umso besser. Das hat neben der Umsetzung der gewünschten Anlagepolitik auch den positiven Effekt, dass die Administration der Anlagen vernünftig umsetzbar ist.«

Nach Studium der Betriebswirtschaftslehre und Promotion war Sofia Harrschar mehr als zehn Jahre in Investmentbanken tätig, bevor sie 2011 zu Universal-Investment kam. Harrschar verantwortet bei der Universal auf Ebene des Management Boards die Alternative Assets/ Real Assets. Dies umfasst neben der Produktentwicklung vor allem die Strukturierung und Auflage sowie das laufende Investment Management von gemäß Kundenanforderungen entwickelten Plattformlösungen für alternative Assets, vor allem Private Equity, Infrastruktur und Private Debt. Diese Strukturen umfassen investiertes Kapital in Höhe von mehr als 30 Milliarden Euro und mehr als 550 Transaktionen pro Jahr. Für die Auflage optimaler Strukturen ist es nach Ansicht von Harrschar wichtig, sowohl die Asset-Seite als auch die der rechtlichen Struktur-anforderungen zu kennen. Dabei gilt es neben den grundsätzlichen Möglichkeiten auch die Administrierbarkeit im Blick zu behalten.

bedienen und übrigens auch hohe Durations fahren. Und das hilft uns in der Risikotragfähigkeit im Moment auch, auf Wertschöpfung zu setzen, wo wir kurzfristig natürlich keinen Cashflow generieren, aber langfristig Werte schaffen.

Auf welchen Linienflügen kann man Sie denn derzeit häufiger treffen?

Komenda — Am Ende haben wir tatsächlich den Globus als Investitionsuniversum. Und Sie treffen uns da, wo es Opportunitäten gibt.

Kommen Sie, unter uns.

Komenda — Wir sind in kleineren Märkten nicht öfter als in etablierten. Aber gut, wir gucken interessiert auf Lateinamerika, angefangen von etwas reiferen Märkten wie Mexiko, Chile. Aber wir gucken durchaus auch auf Märkte wie Kolumbien oder Peru, die noch weniger weit entwickelt sind. In Asien gibt es auch die etwas reiferen Märkte wie Singapur, Hongkong, und wir blicken derzeit auch mal auf Schwellenländer wie Thailand oder die Philippinen. Allerdings darf man nie die politischen Risiken außer Acht lassen.

Stichwort politische Risiken, darauf müssen wir nachher noch ausführlicher eingehen. Doch erst mal zurück ins alte Europa. Herr John, Sie waren für Insight jetzt viele Jahre in London. Über die Stadt hört man ja Diverses. Einerseits, dass viele internationale Investoren wieder in den Londoner Immobilienmarkt streben. Andererseits die ganzen Brexit-Schauer geschichten. Wie stellt sich der Londoner Immobilienmarkt aus Ihrer Sicht dar?

John — Es ist kein Geheimnis, dass der Immobilienmarkt in London, Privat- wie Geschäftsimmobilien, die letzten Jahre sehr stark gelaufen ist. Aber sieht man sich das aus dem Blick eines US-Dollar- oder Euro-Investors an, könnte man den Markt langsam wieder interessanter finden. Grundsätzlich muss man mit historischem Blick auf London feststellen, dass, wenn aus unterschiedlichen Gründen verstärkt Objekte auf den Markt kamen, es immer eine stetige, stabile Ersatznachfrage gab – sei es aus dem Mittleren Osten, sei es aus Russland. Bemerkenswerterweise gab es auf dem Höhepunkt der Euro-Krise um 2011 sehr hohe Nachfrage aus Griechenland, aus Portugal und aus Spanien. Daher kann man vermuten, dass, selbst wenn nach dem Brexit die Nachfrage aus Euroland abnehmen sollte, der Markt gleichwohl nicht komplett einbrechen wird. Allgemein sind wir im Bereich Secured Finance vorsichtig beim Einzelhandel in Großbritannien. Das ist nicht nur eine Brexit-Geschichte, sondern gilt auch für strukturelle Veränderungen, wie beispielsweise verstärkter Einzelhandel im Internet und eine Konsolidierung bei den großen Kaufhäusern. Bei Wohnimmobilien sind wir optimistisch. Dort sehen wir den Brexit eingepreist.

Herr Weber, Sie haben als kleineres Haus einen etwas stärkeren Home Bias in Ihren Investments als die BVK. Sie sind bevorzugt in München und im bayerischen Raum unterwegs?

Weber — Wenn Sie fragen, wo Sie mich antreffen – ich kann zu den meisten Standorten mit der Eisenbahn fahren. Ursprünglich hatten wir in der Tat einen starken Fokus auf den süddeutschen Raum, und das ist natürlich ein Markt, der sehr transparent ist und wo sich zahlreiche Investoren engagieren. Wir haben uns auch bestimmte Projekte schon vor Jahren durch Vorkaufrechte gesichert, die wir immer noch abzarbeiten im Begriff sind – und das wird sicher noch eine gewisse Zeitspanne beanspruchen. Gleichwohl hat sich unser Fokus mittlerweile über die 150-Kilometer-Grenze von München – die Range, in der wir uns lange bewegt haben – heraus erweitert. Wir haben jetzt kürzlich ein relativ großes Areal in einer norddeutschen Hansestadt erworben. Auch volumenseitig haben wir zugelegt. Während wir früher im kleinen zweistelligen, eher einstelligen



Ottmar Heinen – Vorstand Vertrieb und Marketing – PROJECT BETEILIGUNGEN AG

»Für uns als Entwickler stellen sich politische Risiken im Ankaufprozess – und zwar hauptsächlich in Bezug auf die Arbeitsfähigkeit der Behörden.«

Ottmar Heinen ist seit Dezember 2017 als Vorstand Vertrieb und Marketing und seit November 2018 als Vorstandssprecher der PROJECT Beteiligungen AG zusammen mit Finanzvorstand Markus Schürmann für die Entwicklung der PROJECT Investment-Muttergesellschaft verantwortlich. Der verheiratete Familienvater von zwei Kindern und gebürtige Aachener Heinen ist studierter Sparkassenbetriebswirt und war von 2000 bis 2009 in leitender Managementfunktion bei internationalen Asset-Management-Gesellschaften (Generali Investments, ING, KBC) tätig. Letzte Station vor seinem Eintritt bei PROJECT war die Lacuna Gruppe, zu der er 2010 wechselte und bei der er als Geschäftsführer und Vorstand der operativ tätigen und vermögensverwaltenden Gesellschaften verantwortlich war.

Seit Gründung im Jahr 1995 hat PROJECT rund eine Milliarde Euro Eigenkapital von privaten und institutionellen Investoren in Immobilienprojekte des exklusiven Asset Managers PROJECT Immobilien investiert. Der Kapitalanlage- und Immobilienspezialist entwickelt aktuell 120 Immobilien mit Schwerpunkt Wohnen in deutschen Metropolregionen und Wien mit einem Gesamtverkaufsvolumen von rund 3,2 Milliarden Euro.

Millionenbereich unterwegs waren, sind wir jetzt zum Teil auch schon in Größenordnungen mit 20, 25, 30 Millionen engagiert – bei einer Wiederanlagegröße von circa 80 Millionen im Jahr.

Herr Heinen, Ihr Betätigungsfeld sind die großen deutschen Metropolen ...

Heinen — ... und Wien.

Welche der großen Städte bevorzugen Sie derzeit?

Heinen — Alle haben ihre eigenen Spezifika. Ich würde jetzt nicht sagen, dass wir im Moment Berlin gegenüber München bevorzugen oder Nürnberg gegenüber dem Rhein-Main-Sektor. Aber gut, Frankfurt hat derzeit infolge der Brexit-Diskussion mit Sicherheit einen ganz besonderen Charme. Doch wenn wir uns über Metropolregionen unterhalten, dann reden wir nicht nur über Stadtkerne. Auch im Umfeld von Hamburg gibt es hochinteressante Baugrundstücke für wohnwirtschaftliche Immobilienentwicklungen, die man wirklich noch zu sehr günstigen Preisen bekommen kann, die die Möglichkeit der langen Wertschöpfungskette bieten und die für den Investor sichtbaren Mehrertrag abliefern können.

Es muss nicht immer Binnenalster sein?

Heinen — Nein, nicht Binnenalster und auch nicht Stachus in München. Ich finde das Ende der S-Bahn in München extrem attraktiv, weil die Menschen von dort teils schneller zur Arbeit kommen, als wenn sie sich im Stadtkern morgens ins Auto setzen. Dort gibt es noch genügend Investitionsmöglichkeiten, die Sie zu vertretbaren Preisen kaufen können. München Innenstadt, 21.000 Euro pro Quadratmeter – das ist nichts, wo wir bauen. Wir bauen Wohnimmobilien, selbst genutzte überwiegend. Und dann müssen Sie dahin gehen, wo die Menschen das auch bezahlen können.

Köln! Was ist mit Köln?

Heinen — Köln ist eine interessante Stadt, dort bauen wir gerade unsere Niederlassung weiter auf. Bei der Neubaupreisentwicklung nicht ganz so dynamisch wie Düsseldorf, aber doch mit viel Frohsinn in den Perspektiven ...

Insgesamt würde Köln mal ein Aufbau guttun, denke ich – so runde 70 Jahre nach dem Krieg.

Heinen — Wir leisten unseren Beitrag! Der Köln-Bonner Raum ist extrem lukrativ – auch wenn wir einen deutlichen Mietanstieg in den letzten Jahren gesehen haben. Für uns ist immer die Relation zwischen den Objekt-Ankaufpreisen, den Objekt-Verkaufpreisen und der Mietentwicklung wichtig. Hier muss es einen gewissen Gleichschritt geben. Ich finde auch Berlin nach wie vor spannend, aber eben nicht mitten in Mitte, dort ist es einfach zu teuer.

Weber — Zumindest für Pensionsinvestoren. In den Größenordnungen, in denen wir uns als eher kleinere EBAV engagieren, gibt es viele Anleger, die keine Verpflichtungen bedienen müssen, sondern bei denen der schlichte Kapitalerhalt das Ziel ist – Family Offices, Stiftungen et cetera ... Diesen Investoren reicht meist eine Rendite, die sich mit der Inflationsrate deckt. Hier in München trifft man zuweilen auf – ich sage jetzt mal – Problem-Objekte, die trotzdem für einen Multiplikator von 27 oder 28 über den Tisch gehen – was für uns völlig uninteressant ist. Wir steigen nie irgendwo ein, wo der Ertrag nur über eine spätere Veräußerung käme.

Dieser Ansatz begegnet einem auch in Großbritannien häufiger, oder, Herr John?

John — Ja, der Fokus ist hier die Erfüllung der notwendigen Rentenzahlungen, weil oftmals keine Leistungszusagen mehr gemacht werden. Nach Vermögen gewichtet sind mittlerweile über 50 Prozent der Pension Funds in Großbritannien im negativem Cashflow, das heißt, die Rentenzahlungen übersteigen Investment-Erträge und Beiträge. Das ist ein ganz wesentlicher Aspekt, der aber auch hierzulande an Bedeutung gewinnt – zumindest wenn wir auf geschlossene Versorgungswerke blicken. Deren Zahl nimmt insofern zu, als auch in Deutschland Versorgungswerke mit Leistungszusagen zunehmend für Neueintritte nicht mehr zur Verfügung stehen – ein Prozess, der sich mit dem Betriebsrentenstärkungsgesetz noch beschleunigen könnte. Geschlossen heißt aber regelmäßig, dass die Gesamtvermögen im Schrumpfen begriffen sind. In einer solchen Lage hat die stetige Sicherstellung der Cashflows zum Bezahlen der Renten eine ungleich größere Bedeutung als die potenzielle Wertschöpfung eines Assets.

Kommen wir zu den schon erwähnten politischen Risiken. International herrscht hier wohl kein Mangel. Aber, Herr Heinen, Herr Weber, kalkulieren Sie auch in Deutschland politische Risiken ein?

Weber — Wenn Sie sich mit einem Objekt vor Ort auseinandersetzen, dann sind Sie, wie Rainer Komenda es eben schon erläutert hat, ja schon relativ weit in Ihrer Prüfung. Das ist bei uns nicht anders. Und das Thema Politik, Lokalpolitik, ist da natürlich auch ein Aspekt. Bei dem erwähnten norddeutschen Objekt haben wir uns durchaus mit örtlichen Fragen auseinandergesetzt und verfolgen zum Beispiel auch sehr interessiert die lokale Presse – wie sich dann möglicherweise ein Baureferent, eine Senatorin zu diesen entsprechenden Standorten äußert, und wir berücksichtigen das im Rahmen unseres Entscheidungsprozesses. Umso erfreulicher, wenn Sie dann am Ende eine Behörde als einen der Ankermieter gewinnen.

Haben Sie schon mal in Deutschland Situationen gehabt, dass Sie sich gegen ein Investment infolge eines politischen Risikos entschieden haben?

Weber — Wegen eines unmittelbaren politischen Risikos bisher noch nicht.

Harrschar — Die Anlageentscheidung liegt nicht immer bei uns, aber die Risiken, die hier angeschaut werden, sind vor allem die Frage von Subventionen und ob diese Bestand haben werden.

Weber — So ist es.

Harrschar — Bei Infrastruktur haben wir beispielsweise das Thema EEG, das Erneuerbare-Energien-Gesetz. Das hatte sicherlich Einfluss auf die Investitionsbereitschaft verschiedener Anleger. Nur: Eigentlich muss ein Investment sich grundsätzlich rechnen. Kommt dann noch eine Förderung dazu: wunderbar. Aber wenn sich ein Investment nur unter Einbezug einer Subvention rechnet, muss man



Karsten Weber – Vorstand – PENSIONSKASSE DER GENOSSENSCHAFTSORGANISATION

»Infrastruktur macht bei uns bereits ungefähr fünf Prozent aus, unser Ziel liegt bei 15 Prozent. Insgesamt wollen wir Sachwerte und sachwertnahe Investitionen in unserer SAA beizeiten bei 60 Prozent sehen.«

Karsten Weber ist seit Anfang 2009 im Vorstand der Pensionskasse der Genossenschaftsorganisation vvaG in München. In dieser Funktion ist der Volljurist und Diplom-Bankbetriebswirt (BA) unter anderem verantwortlich für die Bereiche Kapitalanlagen und Versicherungsbetrieb. Gemeinsam mit seinem hauptamtlichen Vorstandskollegen Thomas Schätz teilt er sich die Geschäftsführung des Unternehmens.

Der 49-jährige Weber, verheirateter Familienvater zweier Kinder, ist zwischen Hessen und Bayern aufgewachsen. Nach Wirtschaftsabitur und kaufmännischer Ausbildung in Frankfurt wollte er eigentlich in die Wirtschaftsprüfung, um dann nach dem Jurastudium in Würzburg als Quereinsteiger in der bAV zu landen. Zwei Steckpferde werden von ihm im Besonderen vorangetrieben: der digitale Umbau der Kasse und seitens der Kapitalanlage eine gesunde Diversifikation. Bereits seit 2015 arbeitet der Versicherungsbetrieb der Kasse vollständig papierlos. Die Pensionskasse verwaltet aktuell etwas über eine halbe Milliarde Euro Vermögen für rund 24.000 Anwärter und etwa 4.000 Rentner.

das in die Kalkulation einbeziehen und damit auch das Risiko, dass die Subvention wegfallen oder geändert werden könnte.

John – Und natürlich nie vergessen, wie groß die Renditevorteile am Ende wirklich noch sind. Bei Infrastructure Debt sehen wir nur noch wenig Aufschlag gegenüber liquiden Alternativen wie Unternehmensanleihen. Und bei den oft so lang gesuchten Projekten können unerwartete Gesetzesänderungen auch schnell mal die Erträge verhaseln, selbst in etablierten Rechtsstaaten, siehe Ölpipelines oder erneuerbare Energie.

Heinen – Für uns als Entwickler stellen sich politische Risiken im Ankaufprozess – und zwar hauptsächlich in Bezug auf die Arbeitsfähigkeit der Behörden. Ich kann Ihnen gerne ein paar Zahlen nachliefern, wie lange Genehmigungsprozesse in den verschiedenen Standorten durchschnittlich dauern. Aber: Die Dauer eines Genehmigungsprozesses hat eine direkte Auswirkung auf die Rendite des Objektes. Durch die ständig steigenden Preise war das Problem in den letzten Jahren nicht so recht signifikant. Doch wenn Sie anfänglich mit beispielsweise 4.000 Quadratmeter Wohnfläche planen, und am Ende stehen da 3.500 drin, weil beispielsweise Abstandsflächen oder bautechnische Auflagen neu gestaltet werden, dann hat sich ein politisches Risiko realisiert. Um so etwas zu vermeiden, müssen Sie im Vorfeld sauber arbeiten und auch über entsprechende Erfahrung verfügen.

Solche Abweichungen? Das kann passieren in unserem Land?

Heinen – Das passiert in Deutschland regelmäßig. Und man weiß natürlich auch, wo es sehr häufig und wo es seltener passiert. In der deutschen Politik schlummern einige Risiken, die aber anders und weniger spektakulär geartet sind als jetzt beispielsweise in der Türkei. An dem politischen Hemmschuh im deutschen Wohnungsbau kann gleichwohl kein Zweifel bestehen – allen Absichtserklärungen und Sonntagsreden der Politik zum Trotz. Wohnungsbau ist und bleibt in Deutschland extrem teuer. Nicht zuletzt gibt die Politik damit auch der Spekulation stets neue Nahrung. Das sehen Sie auch daran, dass circa ein Drittel der Baugenehmigungen – letztes Jahr waren es knapp 350.000 – gar keinen Baubeginn erleben. Und warum? Weil sie entweder nicht finanzierbar oder – vor allem – spekulativ waren.

Weber – Übrigens können – mittelbar betrachtet – politische Risiken in Deutschland auch kulturhistorische Hintergründe haben. Bei einem Projekt hier in Bayern, an dem wir jüngst Interesse hatten, stellte sich heraus, dass sich auf dem Gelände offenbar ein mittelalterliches Begräbnisfeld befinden könnte. Wir mussten – bei aller Liebe zur Geschichtswissenschaft – Abstand von der Investition nehmen. Wir haben derzeit bereits ein Projekt laufen, bei dem sich der Baubeginn bis jetzt schon um zwei Jahre verzögert hat, weil wir dort mittlerweile mehrere hundert spätmittelalterliche Gräber und Teile eines Römerkastells gefunden haben, die nun schichtweise abgegraben werden. Prognose des weiteren Verlaufs unklar. Aber da wir mit solchen Fällen schon Erfahrung haben, hatten wir dieses Risiko vertraglich bei dem Projektanten belassen. Eine ständige Vorgehensweise sollte das aber nicht sein, denn schließlich müssen Sie darauf achten, dass der Projektant dieses Risiko auch verkraften kann, so es sich denn realisiert.



Heinen – Das kennen wir. Nehmen Sie Berlin. Dort kommt es durchaus vor, dass Sie nach Baubeginn auf Leitungen stoßen, die nirgendwo eingezeichnet waren, die Sie nun aber anders verlegen müssen. Das kann dann zu Bauverzug führen und dieser zu ungeplanten Kosten. So etwas muss man aus seinen eigenen Ressourcen stemmen können. Wenn man das Know-how nicht hat und nicht weiß, mit wem man in dem Fall zusammenarbeitet, kann so etwas dazu führen, dass ein Projekt nicht mehr kalkulierbar ist. Glücklicherweise haben wir die entsprechenden Spezialisten in unserer Gruppe, die praktikable Lösungen finden. Fliegerbomben machen übrigens ähnliche Freude. Es gab ja jüngst mehrere Fälle in Frankfurt. Erst letztes Jahr mussten dort 20.000 Einwohner evakuiert werden.

Das waren aber nicht Sie, oder?

Heinen – Doch.

Harrschar – Jeder, der Projektmanagement macht, weiß: Etwas wie eine Fliegerbombe, ein archäologisches Kulturgut oder eine naturgeschützte Echse sollte man stets auf der Rechnung haben. Genauso, wie man immer mit einer gesetzlichen Änderung bei unseren Strukturen rechnen muss. Es gibt immer eine Anlagerichtlinie, die irgendwo plötzlich von der Seite herkommen kann.

Heinen – Da stimme ich Ihnen zu. Deswegen sind ja auch, wie Karsten Weber eben gesagt hat, diese Club Deals so vorteilhaft, auch durch das Zusammenfassen von Kompetenzen – so dass man meist

»Man muss stets fragen, wie sicher in Zukunft internationale Assets, Verträge und die Regulierung sind. Mich beunruhigen der allgemeine Trend zu einer unilateralen Politik wie dem ›America First‹ in den USA und die Abkehr von den multilateralen Normen der Nachkriegsära.«

Olaf John

jemanden am Tisch hat, der entsprechend handeln kann. Stellen Sie sich vor, Sie hätten ein ganz kleines Versorgungswerk, das mit einer alten Fliegerbombe mitten in der Stadt konfrontiert worden wäre. Oder mit einer Fernwärmeleitung, die plötzlich ganz anders aussieht, als ursprünglich gedacht. Oder, oder, oder. Genau da ist dieses Sammeln von Kompetenzen wichtig.

Komenda — Es gibt natürlich auch politische Risiken, besonders auf der globalen Ebene, die Sie wirklich nicht vorherbestimmen können. Eine Glaskugel haben wir alle nicht. Insofern müssen Sie immer damit rechnen, dass unerwartete politische Risiken eintreten können, die Sie schlicht nur aussitzen können. Möglicherweise ist die Türkei ein gutes Beispiel dafür. Vor fünf Jahren oder ein paar mehr hätte hier wohl fast jeder einen positiven Ausblick gehabt. Doch wenn Sie heute investiert wären, hätten Sie wahrscheinlich ein illiquides Asset, und dann braucht es Geduld.

Haben Sie entsprechende Erfahrungen schon gemacht?

Komenda — Nicht in dieser extremen Form. Wir sind aber zum Beispiel schon lange in Südkorea. Dort gab es bestimmte Phasen, wo sich der eine oder andere nicht ganz so wohl gefühlt hätte. Und das kann Ihnen auf der ganzen Welt immer wieder passieren.

John — Man kann und muss sich stets fragen, wie sicher in Zukunft internationale Assets, Verträge und die Regulierung sind, sei es in Staaten wie den eben genannten, sei es infolge globaler Trends – auch wenn diese von nur einem Akteur ausgehen. Derzeit beunruhigen mich in der Welt der allgemeine Trend zu einer unilateralen Politik wie dem »America First« in den USA und die Abkehr von den multilateralen Normen der Nachkriegsära. Ob nun UNO, NATO, Pariser Klimaabkommen: Die gegenwärtige US-Regierung lehnt viele multilaterale Institutionen zumindest in Teilen ab, auch wenn sie historisch sehr nützlich für die USA waren. Dies könnte nur eine vier- bis achtjährige Verirrung sein, aber ich fürchte, dass Präsident Donald Trump die USA in Richtung Unilateralismus verschoben hat – mit langfristigen Folgen für alle.

Harrschar — Praktisch jedes Investment ist auch politisch risikobehaftet. Der Unterschied in dem Bereich, über den wir heute gesprochen haben – Infrastruktur und Immobilien – ist eben, dass Sie sehr viel illiquider und damit die möglichen Konsequenzen für den Investor potenziell stärker sind. Insofern ist es hier umso wichtiger, vorher erstens zu prüfen, was man als Anleger aushalten kann, und zweitens, wo man im Zweifel für welches Problem welche Unterstützung erhalten kann. Bei Ressourcen, Risikoappetit und Risikotragfähigkeit immer ehrlich sein zu sich selbst.

Weber — Noch ein Blick aus der anderen Warte: Immobilien sind nicht nur eine schöne Asset-Klasse im Rahmen Ihres Rentabilitätsanfordernisses. Dass Sie qualitative Immobilien unter Umständen im Rahmen der Eigenmittel B ansetzen können, ist gerade für jüngere Kassen attraktiv, die möglicherweise noch nicht so viele Eigenmittel angesammelt haben. Sie brauchen dazu zwar bei den Eigenmitteln B im Rahmen der Solvabilität und unter dem Gesichtspunkt der



Rainer Komenda – Referatsleiter Immobilien Investment Global – BAYERISCHE VERSORGUNGSKAMMER

»Wir haben infolge des Zinsumfeldes die Immobilienquote in den letzten Jahren deutlich ausgebaut. Regulatorisch dürfen wir bis zu 25 Prozent in Real Estate investieren. Mit heutigem Stand liegen wir bei circa 20 Prozent. Mittelfristig streben wir um die 23 Prozent an, langfristig könnten wir die Quote ausschöpfen.«

Rainer Komenda ist verantwortlich für die globalen Immobilien-Investitionen bei der Bayerischen Versorgungskammer. Der 52-jährige Diplom-Kaufmann wechselte 2003 zur BVK, wo er zunächst für Transaktionen in Deutschland zuständig war. 2013 übernahm er die Leitung der globalen Immobilien-Investitionen. Vor dem Wechsel zur BVK arbeitete er für verschiedene Immobilienunternehmen in den Bereichen Projektentwicklung, Transaktionen, Projektmanagement und kaufmännische Leitung. Als größte öffentlich-rechtliche Versorgungsgruppe Deutschlands führt die Bayerische Versorgungskammer die Geschäfte von zwölf rechtlich selbstständigen berufsständischen und kommunalen Altersversorgungseinrichtungen. Sie managt für alle Einrichtungen zusammen ein Kapitalanlagevolumen von derzeit circa 85 Milliarden Euro (Marktwert).

Werthaltigkeit eine gesonderte Genehmigung der BaFin. Doch dann haben Sie einerseits die regelmäßigen Einkünfte aus einem Sachwert und andererseits gleichzeitig die Möglichkeit, damit Ihre Solva zu bedecken. Das ist charmant.

Charmant ist ein gutes Schlusswort. Gehört eigentlich jemandem in der Runde das Hofbräuhaus, in dem wir hier sitzen? Niemandem? Schade, dann muss ich die Rechnung wohl tatsächlich bezahlen ...

VON WAHRHEITEN, FLÜCHEN UND BÖSEN TATEN. UND EINSTEIN IST ANDERS.

Pascal Bazzazi — LEITER BAV und dpn, Berlin

In die Zins-, Euro-, Währungskrise – oder wie auch immer man sie nennen mag – kommt regelmäßig neue Dynamik, die im Zweifel mit frischem Zentralbankgeld unter der Decke gehalten werden muss. Zeit daher, ein paar einfache und grundsätzliche, gleichwohl bei vielen Verantwortlichen offenbar nicht stets oder gar nie präzise Wahrheiten in Erinnerung zu rufen. Pascal Bazzazi kommentiert.

Zum Redaktionsschluss dieses Heftes sind es weiter die Italiener, die die Märkte in Atem hielten, genau genommen die Bond-Märkte. Der Haushaltsstreit der Europäischen Kommission mit der italienischen Regierung, die nicht nur in der Frage der Austerität ihre eigenen Wege geht, lässt die Spreads steigen – und so manche Leitartikler mutmaßen bereits wieder über ein mögliches Ende des Euro, sei es durch einen Austritt Italiens oder gar durch einen unregelmäßig zusammengebrochenen Währungsunion.

Dass es so weit kommt, mag man befürchten – oder auch nicht. Bevor die Stunde Null schlägt, sollte die gut geölte Notenpresse im Frankfurter Ostend, gepaart mit dem deutschen Dauer mantra »Scheitert der Euro, scheitert Europa«, noch viele Jahre die übliche Augen-zu-und-durch-Strategie finanzieren können.

Gleichwohl ist die Frage nach einem Zerfall des Euro mal wieder auf dem Tisch. Daher lohnt es, hier ein paar Wahrheiten, die in der öffentlichen Diskussion besonders in Deutschland allzu oft untergehen, in Erinnerung zu rufen:

— Allenthalben wird erwartet, dass angesichts der nun auch außerhalb der Asset Inflation anziehenden Geldentwertung EZB-Präsident Mario

»Whatever it takes« Draghi beizeiten die Leitzinsen erhöhen, zumindest aber ein Tapering einleiten wird. Der Autor teilt diese Sicht auf die Dinge nicht. Des Italieners wahres Ziel ist es nicht, eine Deflation zu verhindern, die Kreditvergabe anzukurbeln oder sonst was, sondern dafür zu sorgen, dass in den Krisenstaaten und deren Banklandschaften im Wesentlichen so weitergemacht werden kann wie bisher. Dafür hat er seit Beginn seiner Amtszeit stets neue Gründe parat, warum er die Zinsen gerade jetzt »noch nicht« erhöhen kann.

— Dazu passt, dass Brüssel, Berlin und Paris auf die Herausforderungen der prekären geopolitischen Gemengelage Europas (Staatsschulden- und Bankenkrise in Südeuropa samt technologischer Rückständigkeit, bevorstehender demographischer Zusammenbruch, anhaltender Migrationsdruck durch Failed States vor der Haustür, zunehmende Terrorgefahr, innereuropäische Zentrifugalkräfte et cetera) keine einzige strategische Antwort haben außer der des billigen Geldes. Nun kommt noch der erwähnte Konflikt mit Italien hinzu. Kann sich irgendjemand vorstellen, dieser Multiproblemlage auch noch höhere Leitzinsen zuzumuten? Der Autor jedenfalls nicht.



SECHSTE SONDERAUSGABE
BETRIEBLICHE ALTERSVERSORGUNG
 Nr 7 / 2018

Chefredakteur **Michael Lennert** (ML), Frankfurt am Main
 E-Mail michael.lennert@frankfurt-bm.com
 Telefon +49 (0) 69 / 75 91-28 71

Redaktion **Pascal Bazzazi** (PBA, LEITER bAV und dpn), Berlin
 E-Mail pbazzazi@lbav.de
 Telefon +49 (0) 178 / 660 0130

Art Director & Layout **Hartmut Friedrich**, Berlin
 E-Mail hf@kwer-magazin.de

Publisher **Ole Jendis**, Frankfurt

Anzeigen disposition **Jessica Sauer**
 E-Mail jessica.sauer@frankfurt-bm.com | anzeigen@frankfurt-bm.com
 Telefon +49 (0) 75 / 91-32 04 | +49 (0) 60 31 / 73 86-17 12

Illustration **Jacopo Pfrang**, Berlin

Fotografie (Roundtable) **Hans Scherhauser**, Berlin

Copyright © Alle Rechte vorbehalten.
 FRANKFURT BUSINESS MEDIA GmbH, 2018
 Die Inhalte dieser Zeitschrift werden in gedruckter und digitaler Form vertrieben und sind aus Datenbanken abrufbar. Eine Verwertung der urheberrechtlich geschützten Inhalte ist ohne vorherige schriftliche Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar, sofern sich aus dem Urheberrechtsgesetz nichts anderes ergibt. Es ist nicht gestattet, die Inhalte zu vervielfältigen, zu ändern, zu verbreiten, dauerhaft zu speichern oder nachzudrucken. Insbesondere dürfen die Inhalte nicht zum Aufbau einer Datenbank verwendet oder an Dritte weitergegeben werden. Vervielfältigungs- und Nutzungsrechte können Sie beim F.A.Z.-Archiv unter nutzungsrechte@faz.de oder Telefon: +49 (0) 69 / 75 91-29 86 erwerben. Nähere Informationen erhalten Sie hier: www.faz-archiv.de/nutzungsrechte.

Haftungsausschluss Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit des Inhalts von »dpn« übernehmen Verlag und Redaktion keine Gewähr. Für unverlangt eingesandte Manuskripte und unverlangt zugestellte Fotografien oder Grafiken wird keine Haftung übernommen.

Verlag **FRANKFURT BUSINESS MEDIA GmbH – Der F.A.Z.-Fachverlag**
 Bismarckstraße 24 | 61169 Friedberg
 Telefon +49 (0) 60 31 / 73 86-0
 E-Mail verlag@frankfurt-bm.com
 HRB Nr. 53454, Amtsgericht Frankfurt am Main

Geschäftsführer **Dominik Heyer, Hannes Ludwig**

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 / 139 28 42 35

Aboservice Bei Adressänderungen, Änderungen von Bezugspersonen, Abbestellungen usw. schicken Sie eine Mail an: dpn.subscription@mup-pv.de oder per Tel.: +49 (0) 89 / 139 28 42 35

Erscheinungstermin Dezember 2018

ISSN 1476-3028

DerTreasurer

NACHRICHTEN FÜR DIE FINANZABTEILUNG



- tägliche News und Eilmeldungen
- alle zwei Wochen als E-Magazin
- vierteljährlich als Zeitschrift

Jetzt abonnieren: www.dertreasurer.de

Partner

