

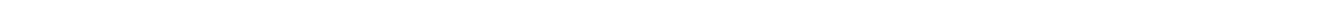


M. M. WARBURG & CO
1798



BETEILIGUNGSREPORT

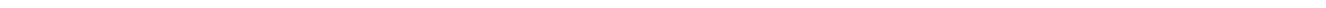
Erste Ausgabe 2016



Hinweise

Unsere Prognosen und Empfehlungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir für zuverlässig halten, für die wir aber keine Gewähr übernehmen. Vollständigkeit und Genauigkeit können wir nicht garantieren. Diese Veröffentlichung stellt weder

ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments dar. Wir behalten uns vor, unsere dargestellte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. / Januar 2016



Vorwort

Das Jahr 2015 war turbulent, es bedarf keiner Aufzählung der zum Teil gravierenden Ereignisse, deren Auswirkungen wir in das neue Jahr mitnehmen werden. Es war aber ein besonders turbulentes Jahr für eine Verfassergruppe, die sich im Frühjahr des Jahres der Aufgabe stellte, die Warburg Windkraftstudie aus dem Jahr 2003 zu aktualisieren und mit den Herausforderungen der Energiewende und der Dekarbonisierung zu „synchronisieren“. Wir empfehlen einen Blick auf die Kursentwicklungen der notierten Versorger E-ON und RWE.

Zwei Auswirkungen auf unsere Leserschaft: Die Windstudie erscheint als Beteiligungsreport EXTRA erst im ersten

Quartal 2016 und der vorliegende Beteiligungsreport ist kurz und knapp nur in einen Rückschau- und Statusteil und einen Ausblick auf die Beteiligungsprodukte 2016 gegliedert. Wir widmen uns der Frage, wo sich 2016 interessante Investitionsmöglichkeiten ergeben.

Das Team der Produktauswahl und -kontrolle der Warburg Bank wünscht Ihnen eine aufschlussreiche und kurzweilige Lektüre.

Uwe Boehmer

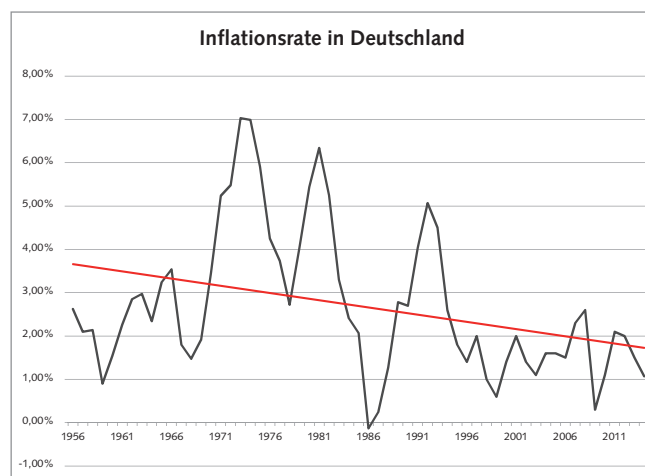
Der Autor leitet die Abteilung Produktauswahl und -kontrolle der M.M.Warburg & CO.

Ohne Produktprüfung zu investieren ist wie Fahren ohne Führerschein

Die Zeitschrift Finanztest berichtete kürzlich über das Ergebnis eines Langzeittests geschlossener Fonds seit 1972 und meinte eine „schlimme Bilanz“ herausstellen zu müssen. Und in der Tat waren die Angaben „nur 6% der Fonds erfüllen ihre Prognose“ und „43% der Anleger mussten einen Kapitalverlust hinnehmen“ ein schauriges Resultat für eine Fondsbranche, die in Spitzenjahren bis zu zwölf Milliarden Euro Anlegerkapital mobilisieren und binden konnte für volkswirtschaftlich relevante Investitionen, zum Beispiel in Immobilien, Schiffe oder Erneuerbare Energien.

Annahmen und Methodik des Tests sind jedoch fragwürdig. So deckt die Stichprobe lediglich rund 10% der Gesamtheit ab und lässt die für vermögende Warburg-Kunden relevante, exklusive Fondsart der Privatplatzierung oder Club-Deals mit hohen Zeichnungssummen und wenigen Investoren außer Acht. Des Weiteren ist der Vergleich der Fonds über 43 Jahre irreführend, weil zum Beispiel in den ersten 30 Jahren bis zum Verbot 2005 viele Fonds auf Steuerersparnis ausgerichtet waren. So konnten hohe anfängliche Verluste mit anderen Einkünften verrechnet werden. Diese Steuervorteile wurden im Test hingegen nicht berücksichtigt. Der Trend zu stetig fallenden Inflationsraten mit entsprechend reduzierten Renditeerwartungen führte rein optisch zur Prognoseverfehlung, ohne jedoch das subjektive Renditeziel des Kunden zu gefährden.

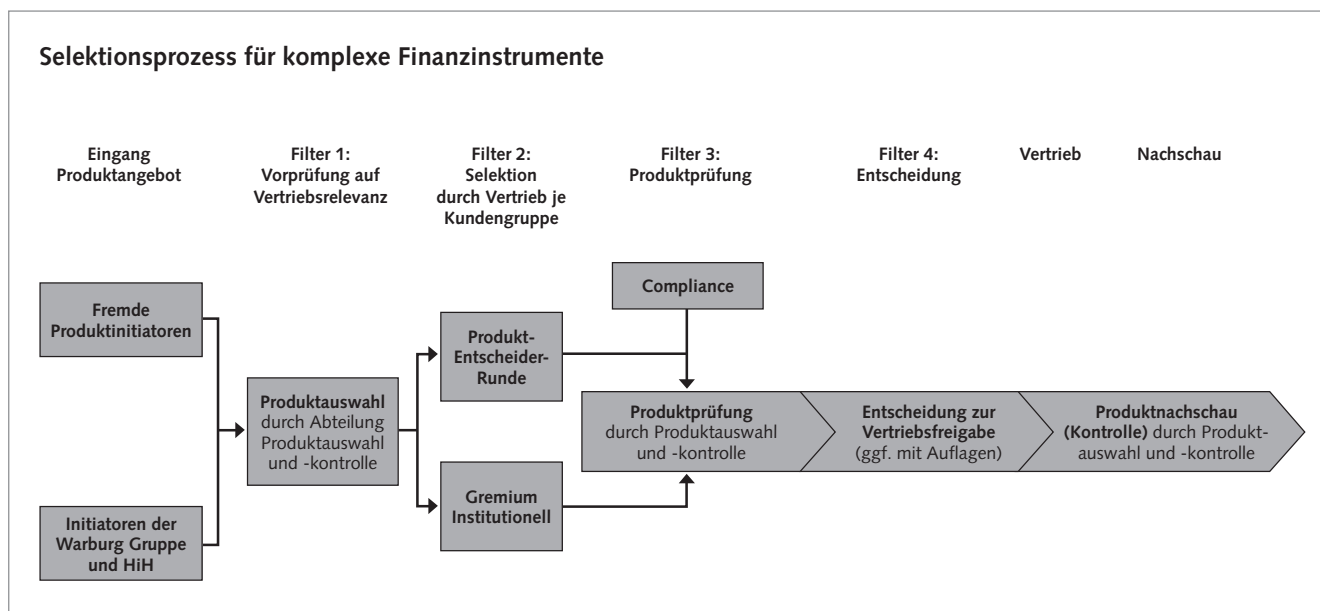
Es bleibt festzuhalten, dass es im sogenannten grauen Kapitalmarkt krasse Fehlentwicklungen, ja gelegentlich sogar Betrugsfälle gab. In der Konstruktion wurden hohe Vorabgewinne



durch die Initiatoren vereinnahmt; die sogenannten Weichkosten ohne direkten Investitionsbezug stiegen auf 17% und mehr. Geschäftsmodelle waren nicht erprobt, Fremdfinanzierungen, teils in Fremdwährung, wurden extensiv genutzt und erhöhten das Risiko. Der Vertrieb erfolgte zudem häufig an Privatpersonen, denen Kenntnisse und Erfahrungen fehlten.

Neue Regelungen und Gesetze wie das 2013 eingeführte Kapitalanlagegesetzbuch haben den Markt mittlerweile bereinigt. Die Warburg Bank hat diese rechtlichen Neuerungen begrüßt und sich bereits im Vorfeld seit Jahren strengen eigenen Regeln und Prüfungsprozessen gestellt. Doch welche Ergebnisse haben die Kunden aus den empfohlenen Beteiligungsprodukten erzielt? Wie „schlimm“ – um in der Diktion des Finanztests zu bleiben – ist unsere Bilanz seit Beginn der Statistik in 1999?

Selektionsprozess für komplexe Finanzinstrumente



Es lassen sich folgende Erkenntnisse konstatieren:

- Die Produkte in den Bereichen Immobilien (u. a. in Zusammenarbeit mit der HIH) und Energie (GSI) haben deutlich besser als der Markt abgeschnitten.
- Die Krise der Schifffahrt hat die Prognosen dramatisch verfallen lassen.
- Fonds mit nicht akzeptablen Geschäftsmodellen, die in der Folge zu Kapitalverlusten bei den Anlegern führten, wurden aussortiert. Dazu gehören Wind-, Medien- und Dubai-Immobilienfonds, Beteiligungen an Riesenrädern oder Kunst sowie Zertifikate mit Verlusthebeln.

Seit 2002 verfügt die Warburg Bank über eine systematische Produktprüfung und Nachkontrolle der empfohlenen Investments durch die Risikoüberwachung, später Produktauswahl und -kontrolle (PAuK) genannt. Damit sind wir nicht notwendigerweise klüger, aber sicher erfahrener als die Mitbewerber. Seit 2007 wurden jährlich 200–300 Produkte und Transaktionen von der Abteilung gesichtet und ein Großteil im Vorfeld aussortiert. Über die Jahre wurden insgesamt rund 800 Produkte mit einem Faktenblatt in 78 Produktentscheiderrunden vorgestellt und intensiv behandelt. Dieser Kreis setzt sich zusammen aus den Leitern des Private Bankings, der Vertriebskoordination und Unterstützung (VKU), dem Investmentrat und der Compliancestelle. Geprüft werden unter anderem die Aspekte Marktgängigkeit, Geschäftsmodell, Gesamtfinanzierung, vertragliche Ausgestaltung und Kalkulationsannahmen. Lediglich rund 10% aller Prüfungen führten zu einer Vertriebsfreigabe durch die Partner. Das Branchen-

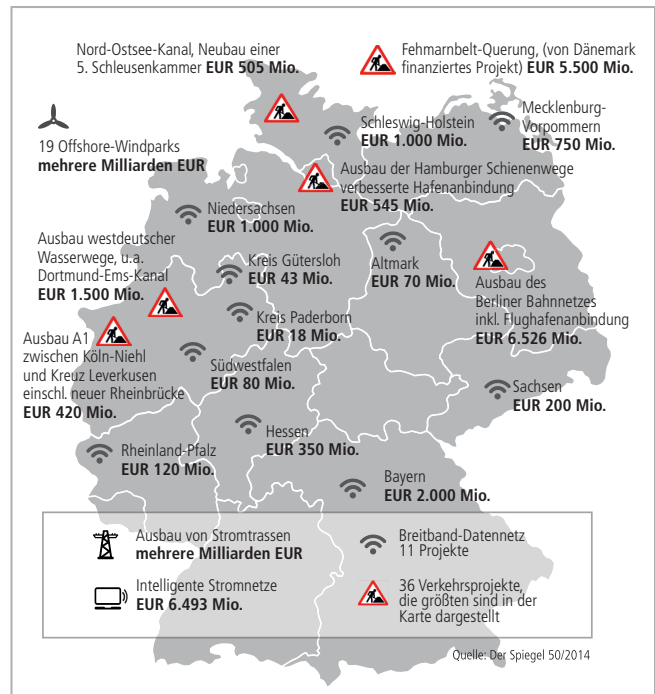
umfeld von Beteiligungsprodukten hat sich zweifelsfrei verändert. Gut gestaltete, sinnvolle Investitionen bleiben für vermögende Private, Family Offices und institutionelle Kunden jedoch angesichts niedriger Zinsen auch weiterhin ein wesentlicher Bestandteil des Portfolios. Wir erwarten, dass aus aktuellen Themen wie der Verbesserung der Infrastruktur, der Energiewende oder der Wohnungsnot in Metropolen interessante neue Beteiligungsprodukte hervorgehen werden.

Uwe Boehmer

Ausblick auf Beteiligungen im Jahr 2016

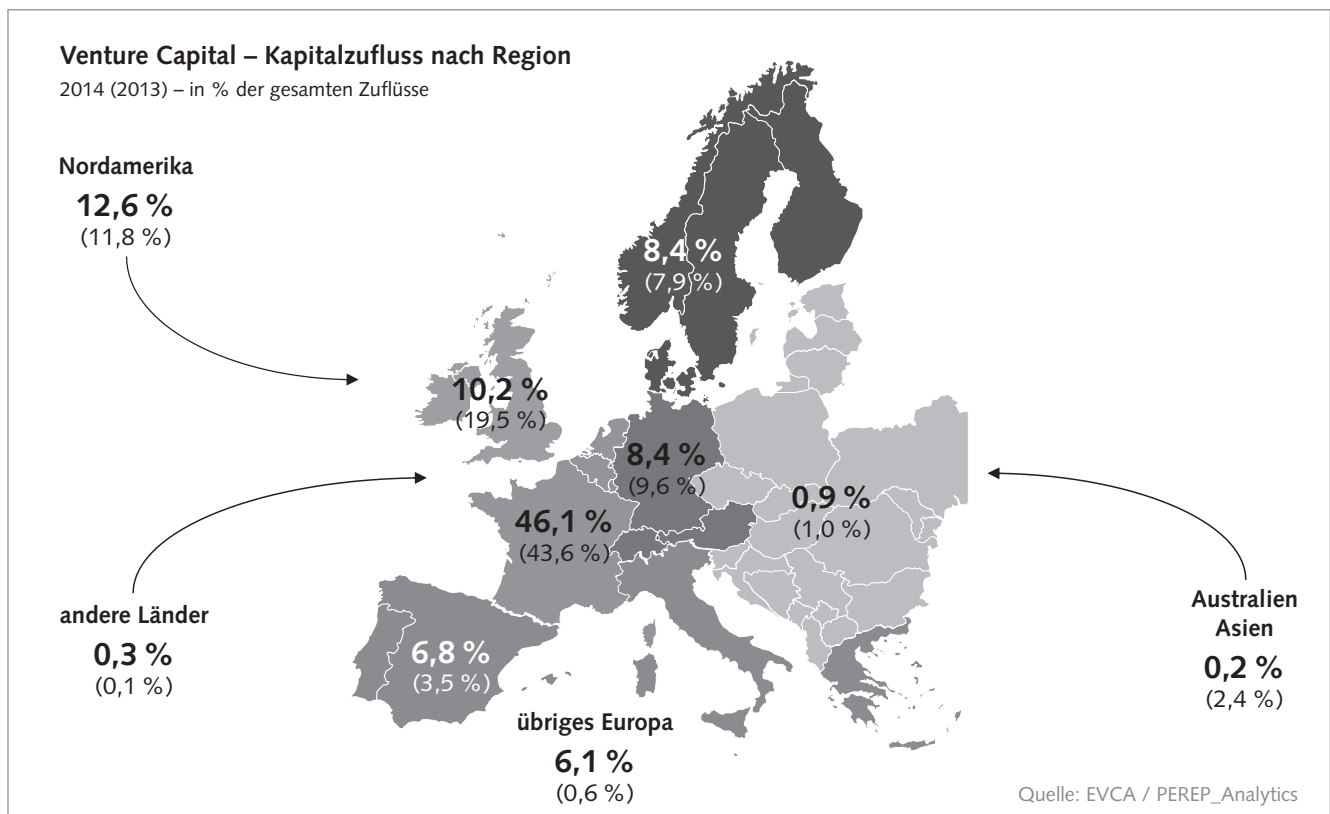
Hamburg zum Jahreswechsel: Es ist jetzt die Zeit des Ausblicks auf das neue Jahr und die zentrale Frage in allen Gazetten lautet: „Wie soll ich mein Geld anlegen?“ Es werden sogenannte Experten befragt und es kommt zu richtungsweisenden Aussagen, so zu lesen im Handelsblatt: Es wird selbstverständlich immer wieder gemahnt, das Vermögensportfolio über verschiedene Anlageklassen zu streuen und günstig einzukaufen. Ein anderer Experte: „Anleger müssen sich natürlich immer fragen, was passiert, wenn ich mit meiner Anlageentscheidung nicht recht habe“. Ein dritter Experte weiß zu berichten: „Natürlich muss man im Aktienmarkt partizipieren, aber Anleger können noch so viel streuen, beim Crash gehen alle Investments in die Knie.“ Wir lernen, was wir auch vorher wussten: Die Zukunft ist unsicher und ein über mehrere Anlageklassen gestreutes Portfolio mindert das Ausfallrisiko. Zu diesen Anlageklassen gehören nach unserem Verständnis unverändert auch unternehmerische Beteiligungen, modern auch alternative Assets genannt. Um hier eine gute Auswahl zu treffen, ist neben der Marktübersicht und Erfahrung auch eine fundierte eigene Meinung gefragt. Ein Anleger sollte sich klar darüber werden, wo mittel- und langfristig das einzusetzende Kapital volkswirtschaftlich benötigt wird, weil dort am ehesten die risikoadäquaten Renditen erzielt werden.

Die Energieversorgung, d. h. die Erzeugung und Bereitstellung, die Speicherung, der Transport und natürlich auch die Senkung des Verbrauchs von Energie ist nur ein, aber der wichtigste Bereich der öffentlichen Daseinsvorsorge – besser: **Infrastruktur**. Dazu gehören auch die Kosten für die Reparatur des maroden Fernstraßennetzes, für den Ausbau von Binnenwasserstraßen, eine wettbewerbsfähige Hafeninfrastruktur und natürlich auch die Bereitstellung von Trassen und Logistikservices auf der Schiene. So hat schon 2011 eine von der Verkehrsministerkonferenz einberufene Expertenkommission den Finanzierungsbedarf für Verkehrsinfrastruktur in Deutschland auf EUR 7,2 Milliarden jährlich beziffert. So sind beispielsweise 46% aller Brücken und 20% der Autobahnen in einem nicht ausreichenden Zustand. Berücksichtigt man den Umstand, dass unterlassene Sanierungsmaßnahmen am Ende etwa zehnmal so teuer sein sollen wie eine kontinuierliche Wartung, besteht also akuter Handlungsbedarf. Einen Beitrag zur Auflösung des geschilderten Investitionsstaus im europäischen Infrastruktur-Sektor liefert der sog. Europäische Fonds für Strategische Investitionen (EFSI), besser bekannt unter der Bezeichnung „Juncker-Plan“. Dieser wurde von der Europäischen Kommission und der Europäischen Investitionsbank konzipiert und hat am 20. April 2015 seine erste Hürde im Europäischen Parlament genommen.



Ausgewählte Projekte in Deutschland und deren Kosten, an denen sich die EU im Rahmen des „Juncker-Plan“ beteiligen könnte.

Insgesamt sollen mithilfe des Fonds Investitionen von mindestens EUR 315 Milliarden angeschoben werden. Da der Fonds selbst jedoch mit lediglich EUR 21 Milliarden ausgestattet werden soll, hiervon EUR 2,8 Milliarden aus dem Infrastrukturprogramm „Connecting Europe“, muss der größte Teil des Geldes von privaten Investoren kommen. In der Vergangenheit haben beispielsweise Investitionen in Lokomotiven oder Waggons, verwaltet von erfahrenen Vermietungsmanagern, nicht enttäuscht und die Lücke ausgefüllt, die die nicht umgesetzte Privatisierung der Deutschen Bahn AG und der damit verbundene Investitionsstau gerissen hatte. Weitere Investitionsbeispiele gefällig? Wasserkraftwerke als grundlastfähige Technik zur Stromerzeugung haben sich als langfristig stabile und klimaschützende Investitionsziele erwiesen. Unverändert suchen die Versorger für ihr neues „grünes“ Geschäftsmodell, konkurrierend mit vielen professionellen Anlegern, Stromerzeugungsanlagen unter Nutzung von Wind und Sonne in Europa. Das Thema Windenergie hat die Warburg Bank seit mehr als einem Jahrzehnt u. a. mit umfangreichen Studien kritisch begleitet. Eine Neuauflage der Warburg-Windstudie aus dem Jahr 2003 wird in 2016 als Beteiligungsreport EX-TRA erscheinen. Nur wenige der vielen institutionellen Investoren, kleineren Versicherungen und Pensionskassen aber auch Stiftungen verfügen allerdings über die erforderliche eigene Expertise, um geeignete Anlagen auszuwählen. Sie investieren folgerichtig in Fonds und Dachfonds. Letztere



bieten sicher die größte Risikostreuung und stabile Erträge, wenn auch etwas zu Lasten der Rendite.

Die Konjunktur brummt und der deutsche Aktienmarkt ist in guter Verfassung – auch unabhängig von den stützenden EZB-Maßnahmen. Aber hat die deutsche Wirtschaft genügend in die technologische Zukunft investiert? Jahrelang stiegen die Unternehmensgewinne durch massive Kostenreduktionen auch im Bereich Forschung und Entwicklung. Studien beklagen seit geraumer Zeit eine Deckungslücke zwischen dem Investitionsbedarf und dem dafür bereitgestellten **Wagniskapital**. Wir haben uns auf eine Auswahl geeigneter Private Equity Fonds mit Schwerpunkt Deutschland konzentriert. Es gibt aussichtsreiche Small Cap Private Equity und vor allem Venture Capital Fonds vor unserer Haustür. Hierbei gilt es, nicht nur in eCommerce, Online Shops und Internetplattformen zu investieren, sondern vermehrt Start-ups im Technologiesektor zu identifizieren, ganz im Sinne der Weiterentwicklung des Engineering made in Germany. Die geplante Besteuerung von Buchgewinnen aus kleinen Beteiligungen ist nach Aussage von Bundesfinanzminister Wolfgang Schäuble wieder vom Tisch und stellen keinen Hinderungsgrund mehr dar¹.

Auf dem deutschen **Immobilienmarkt** hat sich „zwar der gleichzeitige kräftige Preisanstieg fortgesetzt“, so die Bundes-

bank in ihrem jüngst veröffentlichten Finanzmarktstabilitätsbericht 2015 – und tatsächlich stiegen die Preise bei Wohnimmobilien für selbstgenutztes Eigentum in den ersten drei Quartalen 2015 um 4,6% gegenüber dem Vorjahreszeitraum² – „das Risiko einer Preiskorrektur bei gleichzeitig starken Ausfällen von Immobilienkrediten ist gegenwärtig jedoch gering“. Trotz der Angebotsknappheit bestehen also weiterhin gute Aussichten für Immobilien-Investments in Deutschland. Hinsichtlich der Nutzungsarten sehen wir in den Bereichen Einzelhandel und Wohnen allerdings nur in den Metropolregionen weiterhin stabile Cashflows. Co-Investments bei Neubau-Wohnprojekten ermöglichen dagegen relativ hohe Renditen bei selektiven Risiken und mittleren Laufzeiten.

Bzgl. der Entwicklung auf dem Wohnimmobilienmarkt kam eine Studie des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW) Ende 2014 zu dem Ergebnis, dass direkt vermietete Immobilien im Schnitt nur 2–3% Rendite pro Jahr abwerfen. Über 35% der Vermieter verdienen schon jetzt mit ihren Immobilien kein Geld. Die repräsentative Befragung von Haushalten startete im Jahr 1984 und umfasst in der letzten verfügbaren Welle 2012 etwa 11.000 Haushalte mit knapp 20.000 Personen. In der Vermögenserhebung ergibt sich ein gesamtes Immobilienvermögen von EUR 4.830 Milliarden. Davon entfallen EUR 3.750 Milliarden auf eigengenutzte Immobilien

1: Handelsblatt, 18.11.2015, S. 26, 2: Bundesbank, Finanzmarktstabilitätsbericht 2015

und EUR 1.080 Milliarden auf vermietete Immobilien. Um Letztere geht es in der beschriebenen Studie.

Experten unterstreichen die Einschätzung, dass die Rendite eines diversifizierten offenen Wohnimmobilienfonds im Durchschnitt höher ist, als die Rendite von Direktinvestitionen in Zinshäuser. Grundsätzlich tragen die meisten Anleger mit der einzelnen Immobilie ein sehr hohes Klumpenrisiko. Der Erwerb eines Anteils an einem offenen Immobilienfonds erscheint im Hinblick auf die deutlich bessere Streuung sinnvoll. Ökonomisch betrachtet investiert man jedoch nicht mehr in Immobilien, sondern in ein System von Ein- und Auszahlungen. Solange die Bilanz nicht überschuldet ist bzw. die Schulden nicht stärker wachsen als die Immobilien-Aktiva, bleibt das System liquide und kann theoretisch lange existieren. Der Tatbestand der Überschuldung trat in der Vergangenheit unmittelbar dann ein, wenn die Immobilienpreise stark an Wert verloren und eine Vielzahl an Investoren gleichzeitig das einbezahlte Investment zurückverlangten. Durch die Einführung des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB) 2013 wurden offene Immobilienfonds jedoch grundlegend neu reguliert. Durch die Einführung von Kündigungs- und Mindesthaltefristen, die Begrenzung der Fremdkapitalaufnahme und eine jährliche unabhängige Bewertung des Immobilienbestandes sollten plötzliche Liquidity Runs in der Zukunft zu vermeiden sein. Von daher sind offene Immobilienfonds als Anlagealternative zu Direktinvestition heute besser geeignet als vor der Neuregelung.

Die nachfolgende Tabelle stellt die Vorteile bzw. Nachteile offener Immobilienfonds gegenüber Direktinvestition in stark komprimierter Form dar:

Themen	Offene Immobilienfonds	Direktinvestition
Eigenbedarf möglich ?	Kein Eigenbedarf möglich	Eigenbedarf möglich
Rendite	Etwas höhere u. stabile durchschnittliche Rendite	Ausschläge in beide Richtungen möglich
Diversifikation	hoch	Klumpenrisiken
Kosten für Verwaltung	Kostendegression bei Verwaltungs-/ Arbeitsaufwand	Hoher Arbeitsaufwand bei Eigenvermietung
Vermietung	Professionelles Management von Vermietung u. Instandhaltung	Hohes Mieterrisiko, Instandhaltungsaufwendungen oft unterschätzt, rechtl. Probleme bei Wohnungseigentümergeellschaften

Man kann das Immobilienjahr 2015 natürlich nicht ohne Verweis auf die aktuelle Flüchtlingskrise und die Probleme bei der menschenwürdigen Unterbringung beschließen. Zwei Ge-

wisheiten drängen sich auf: Erstens können Sporthallen und Baumärkte keine Dauerlösungen sein; zweitens kommt durch Bau und Unterhaltung von geeigneten Unterbringungsmöglichkeiten von Flüchtlingen eine gewaltige Belastung auf die öffentliche Hand zu. Auch hier könnte durch die Mobilisierung privaten Kapitals Abhilfe geschaffen werden. Noch fehlen allerdings die staatlichen Anschubprogramme und geeignete Rahmenbedingungen, sodass es realistischerweise vor 2017 hier noch keine Fondsprodukte geben wird.

Das Thema **Schifffahrt** bleibt problematisch, die Reeder und ihre Emissionshäuser offerieren faktisch keine Produkte und belegen damit die Aussage, dass die Krisen der Schiffsfinanzierung und des maritimen Gütertransports durch die unverändert bestehende Überbauung durch immer größere Schiffeinheiten noch nicht überstanden sind.

Abschließend bleibt festzuhalten, dass es im aktuellen Umfeld anspruchsvoll ist und bleibt, geeignete Beteiligungsmöglichkeiten zu finden. Investoren sollten hier extrem selektiv vorgehen. Letztlich wirkt hierbei die Erkenntnis beruhigend, dass eine Diversifikation über viele Assetklassen, die untereinander wenig korreliert sein sollten, ein bewährter Weg ist, um das erworbene Vermögen real zu erhalten.

Uwe Boehmer



M. M. WARBURG & CO
1798

Private Banking Hamburg
Ferdinandstraße 75 · 20095 Hamburg
Telefon +49 40 3282-2400 · Fax +49 40 3618-1000
privatebanking@mmwarburg.com

Private Banking Köln
Brückenstraße 17 · 50667 Köln
Telefon +49 221 27294-12 · Fax +49 221 2571882

Private Banking Frankfurt
Liebigstraße 6 · 60323 Frankfurt am Main
Telefon +49 69 505071-70 · Fax +49 69 724298

Private Banking München
Maximilianstraße 2 · 80539 München
Tel. +49 89 255596-0 · Fax +49 89 255596-199