



M. M. WARBURG & CO

1798



BETEILIGUNGSREPORT

Zweite Ausgabe 2017

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. / August 2017

Vorwort

„Im Westen nichts Neues“, so könnte man frei nach Erich Maria Remarques Romantitel das Marktumfeld für langfristige orientierte Anleger charakterisieren: Die anhaltende Niedrigzinsphase infolge der Interventionen der Zentralbanken führt unverändert zu einer gewaltigen Liquiditätsblase und einem entsprechenden Anlagedruck. Als Folge sehen wir extrem hohe Bewertungen von stabilen und langfristig ausgerichteten Vermögenswerten. Es wäre wahrlich ein Verkaufsszenario, gäbe es nur attraktive Wiederanlagemöglichkeiten.

So sucht der Investor verzweifelt nach Nischen, Opportunitäten und Geschäftsmodellen, die auch steigende Zinsen in der mittel- bis langfristigen Betrachtung und damit auch deutlich abgesenkte Verkaufsfaktoren und Verkaufspreise aushalten. Im Lichte dieser Aufgabenstellung haben wir uns mit folgenden fünf Assetklassen beschäftigt:

Wir fragen, wie zyklisch **Logistikimmobilien** sind, deren Rentabilität und Ausschüttungen aktuell sehr vorteilhaft im Verhältnis zu anderen Nutzungsarten erscheinen. Darüber hinaus ist gerade diese Sparte im Fokus starker Marktveränderungen wie des boomenden Onlinehandels, der sich selbst im Lebensmittelbereich erkennbar das Ziel einer Belieferung der Kunden am selben Tag der Bestellung gegeben hat. Inwiefern werden in den mit der Urbanisierung weiter wachsenden Metropolen Standorte und Lieferwege zum Kunden neu definiert?

Ein Paradoxon der Bankenaufsicht ist sicher, dass einerseits als Nachhall der Finanzmarktkrise ein steter Druck auf die Erhöhung der haftenden Eigenmittel der Banken ausgeübt wird. Andererseits verfügen die Banken angesichts schwächerer Geschäftsmodelle (Niedrigzinsphase zum zweiten) nur über begrenzte Möglichkeiten zur externen Kapitalbeschaffung, sodass ihnen nur die Reduzierung der Bilanzsumme, namentlich des Kreditportfolios verbleibt. Auf der Streichliste stehen u. a. nachrangig besicherte Kredite an Unternehmen ohne Rating. Für diese Finanzierungsmittel treten nun **Kreditfonds** auf den Plan, die Dank der Großzügigkeit der BaFin sogar in Deutschland Kredite wie Banken vergeben dürfen, und zwar gerade diese „unbankable“ Kredite. Die Aufrechterhaltung des volkswirtschaftlichen Kreditkreislaufs ist insgesamt positiv, die Frage, in welches dieser Investments man sich als Anleger finanziell engagiert, ist allerdings mit großer Sorgfalt zu prüfen. Banken verfügen hier über eine große eigene Erfahrung und sollten ein guter Ratgeber sein.

Häufig sind die prognostizierten Renditen im Bereich Private Debt nur geringfügig niedriger als das letztlich vollhaftende Eigenkapital, z. B. Private Equity. Eine besonders aktive Strategie ist es neben der Investition in Neuemissionen auch in sogenannte Secondaries zu investieren. Richtig gehandelt, ergeben sich deutliche Risikoreduzierungen.

Wir haben einen Blick auf die **Schifffahrt** gewagt. Dabei ist uns bewusst, dass aus Investorensicht der Begriff der Schifffahrt mit Krise und Kapitalvernichtung gleichgesetzt wird. Hier waren falsche Markteinschätzungen, mit dem Fehlverhalten der Schifffahrtbanken gepaart, ursächlich für den Aufbau einer gewaltigen Übertonnage speziell in der sehr abhängigen Trampschifffahrt. Diese Überkapazitäten müssen nun schmerzhaft abgebaut werden. Im globalen Maßstab floriert die Schifffahrt jedoch unverändert, sind die Chancen aus Kredit- und Bankservices immer noch vorhanden. In diesen Geschäftsfeldern hat die Warburg Bank die geeigneten Strukturen, die wir zunächst nur aufzeigen wollen, um Ihnen zu zeigen, dass mit der Schifffahrt Geld zu verdienen ist. Und das auch und gerade in der Zukunft.

Auch die **Landwirtschaft** ist ein Bereich, der ein großes Potenzial für langfristige Wertstabilisierung hat. Investoren, für die der Kapitalerhalt oberste Priorität hat, erleben diese Assetklasse als sehr individuell und heterogen. Hier bedarf es einer Anleitung durch ausgewiesene Experten mit Weitblick und einer langjährigen Erfahrung. Um diese zu bündeln, hat die Warburg Bank ihren sogenannten Agrardesk eröffnet, den wir Ihnen gerne vorstellen wollen.

Wir hoffen, Ihnen mit diesem Beteiligungsreport eine kurzweilige und interessante Lektüre zu bieten und Ihnen Anregung und Motivation geben zu können, sich an Kernthemen der wirtschaftlichen Entwicklung zu beteiligen.

*Uwe Boehmer
Leiter der Abteilung Produktauswahl und -kontrolle
M.M. Warburg & CO*

In der Schifffahrt Geld verdienen

Seit der Gründung im Jahre 1798 ist M.M. Warburg & CO der Handelsschifffahrt am Standort Hamburg verbunden – immer mit dem Ziel, dauerhafte Geschäftsbeziehungen zu entwickeln und zu pflegen. Gerade in schwierigen Zeiten der maritimen Branche steht die Bank nachhaltig und langfristig zu Ihrer Kundschaft – und baut das Geschäft gegen den Branchentrend vor allem international aus, dort, wo viele Reeder die Chancen in einer zyklischen Branche sehen.

Die nationale und internationale Schifffahrt ist seit fast einem Jahrzehnt starken Herausforderungen unterworfen. Hohe Finanzierungs- und Werftkapazitäten, der Glaube an einen immer weiter steigenden Bedarf von Transportkapazitäten im Zuge der Globalisierung ließen einen Bauboom an Schiffen entstehen, der im Zuge der Finanzkrise 2008 offenbar wurde. Hohe Überkapazitäten an Schiffen in Verbindung mit geringerer und stark schwankender Transportnachfrage haben zu Rückgängen an den Chartermärkten und damit letztlich auch bei den Schiffspreisen- und Werten geführt. Gleichwohl wird auch in der Zukunft hoher Transportbedarf für die Weltwirtschaft gegeben sein.

Niedrige Assetpreise bieten Einstiegschancen für unternehmerisch denkende Investoren. Neben asiatischen Investoren zeigen vor allem Institutionelle wie Private Equity und Pensionsfonds (z. B. aus den USA) oder norwegische Anlagegesellschaften verstärkt Interesse.

Neben dem Direktinvestment in Schiffe gibt es alternative Investitionsmöglichkeiten. Ein möglicher Weg für institutionelle oder semi-institutionelle Anleger an dieser Entwicklung zu partizipieren, kann das Investment in einen Kreditfonds mit klar definierten, risikobegrenzenden Investitionsparametern wie niedrigen Beleihungswerten, kurz- bis mittelfristigen Kreditlaufzeiten sowie einer angemessenen Streuung des Kreditportfolios sein.

Insbesondere griechische Reeder haben in jüngster Zeit stark in Schiffstonnage investiert. Sie sind bekannt dafür, antizyklisch zu agieren, gegebenenfalls aber auch schnell wieder zu verkaufen, wenn sich Gewinne realisieren lassen. Dieses Geschäftsmodell hat Griechenland zu einer der führenden Schifffahrtsnationen der Welt werden lassen.

Allen Problemen des Landes zum Trotz ist Griechenland traditionell ein Land nicht nur mit vielen großen und bedeutenden Schifffahrtsgesellschaften, sondern vor allem auch ein Land mit vielen mittelständischen Familienreedereien, die

vielleicht 10 oder 20 Schiffe betreiben. Die Eignerfamilien begleiten das Tagesgeschäft sehr eng, kontrollieren die Schiffe, sind mit eigenem Geld investiert und häufig nur in geringem Maße finanziert. Insofern haben diese Betriebe eine solide Finanzbasis. Selbst ausgewählte Finanzierungen auf bilateraler Basis mit niedrigen Beleihungswerten für Schiffe, die auf einem historischen Tiefstwert stehen, sind mit sehr konservativem Risikoprofil darstellbar.

Viele Großbanken, die in den Boomzeiten Schiffe in unvorstellbarem Ausmaß finanziert haben, leiden noch heute unter den Folgen und ziehen sich mehr oder weniger schnell aus dem Geschäft mit der Schifffahrt zurück. Der Rückzug beinhaltet häufig auch den Rückzug aus dem Dienstleistungsgeschäft – eine Entwicklung, die sowohl in Deutschland als auch international zu beobachten ist. Durch ständige Wechsel in der Betreuung geht zudem die Nähe zu den Kunden verloren.

M.M. Warburg & CO nutzt die sich bietenden Räume und verstärkt personell, inhaltlich und regional das Dienstleistungsgeschäft mit der maritimen Wirtschaft. Neben den traditionellen Engagements für die deutsche Kundschaft, die sich weiterhin in einem erheblichen Konsolidierungsprozess befindet, hat M.M. Warburg & CO erkannt, dass Schifffahrt in anderen Ländern, im Wesentlichen im Mittelmeerraum, erfolgreich ist.

Das Betätigungsfeld gerade einer Privatbank wie M.M. Warburg & CO bietet weit über die bekannten Schiffsfinanzierungen hinaus vielfältige Geschäftsmöglichkeiten im Dienstleistungssektor. Auch in der Zukunft wird es Schifffahrt geben, die Branche wird immer schneller, professioneller und auch digitaler. Was bleibt, ist der Bedarf an verlässlichen Servicepartnern – besonders im Bankenbereich.

Als ein Beispiel kann der operative Zahlungsverkehr für die Schifffahrt genannt werden. Es gibt kaum eine Branche, für die die Effizienz in der Abwicklung des internationalen Zahlungsverkehrs so wichtig ist wie die Schifffahrt. Fracht- und Charterzahlungen sowie die Bezahlung weiterer Kosten verlangt Schnelligkeit, Sorgfalt, Präzision und ein hohes Maß an Flexibilität.

Wenn ein Schiff, das z. B. eine Partie Weizen oder Kohle transportiert hat, den Löschhafen erreicht, muss sichergestellt sein, dass die Fracht bezahlt wurde. Dabei geht es für die empfangende Bank oft darum, den Zahlungsweg nachzuvollziehen, nachzufragen und sich im besten Sinne des Kunden

zu kümmern. Erst wenn der Reeder sicher weiß, dass die Fracht bezahlt wurde, kann die Ladung zur Löschung freigegeben werden.

Top 10 Eignernationen 2017

	Value (USD M)
Griechenland	84.079
Japan	80.169
China	68.333
Singapur	38.052
USA	34.432
Deutschland	31.544
Norwegen	30.427
Südkorea	21.204
Dänemark	19.492
UK	15.847

(Quelle: vesselvalue.com)

Top 10 der weltweiten Schifffahrtsnationen (Anzahl je Schiffstyp)

	Dry Bulk	Tanker	Container	Gas	Total
Griechenland	111	37	16	2	170
China	65	17	25	2	115
Norwegen	27	19	6	2	68
Deutschland	9	2	23	-	41
Singapur	14	4	2	1	25
Indien	5	10	6	1	22
Türkei	7	8	3	1	20
Indonesien	1	7	6	1	16
Nahost	4	5	1	-	12
Fernost	4	6	1	-	11
alle anderen	130	120	80	13	414
	377	235	169	23	914

(Quelle: Allied Shipping Research)

Auf der anderen Seite müssen in einem Hafen häufig Zahlungen an Agenten und Lieferanten prompt gezahlt werden, damit z. B. Ausrüstungsgegenstände an Bord geliefert werden können. Eine Zahlung von vielleicht nur wenigen Hundert US-Dollar am Freitagnachmittag an einen Hafentagente in einem südamerikanischen Hafen kann darüber entscheiden, ob das Schiff noch am gleichen Tag ablegen kann oder über das Wochenende vor Anker liegen muss. Die Kosten für solch eine Verzögerung können in die Zehntausende gehen. Und selbstverständlich ist auch die pünktliche, kostengünstige und sorgfältige Abwicklung der Heuerzahlungen für die Seeleute von größter Wichtigkeit.

Im Bankgeschäft kommt es dann auf die handelnden Personen und insbesondere den persönlichen Kontakt an. Wenn Dinge schnell zu regeln sind, zählt der direkte Draht zwischen einem Kunden und seinem Betreuer – und natürlich auch Kollegen in Abwicklungsbereichen, die die notwendigen Schritte schnell umsetzen können.

M.M. Warburg & CO konzentriert sich in der regionalen Ausrichtung verstärkt auch auf internationale Schifffahrtsmärkte wie Griechenland, Zypern oder UK.

Gerade griechische Kunden sind ein sehr gutes Beispiel. Angesichts der kritischen Lage und des unzureichenden Services der lokalen Banken arbeiten viele dieser Gesellschaften mit deutschen Instituten zusammen. Der Schutz des Einlagensicherungsfonds ist dabei zwar ein wesentliches aber nicht alleiniges Kriterium. Gerade hier spielt das Vertrauen in Relationship Manager, die die Familien häufig über Jahrzehnte kennen, eine besonders große Rolle. Regelmäßige Besuche vor Ort schaffen Vertrauen auf beiden Seiten, verbunden mit der Begeisterung für den Dienstleistungsgedanken und einem tiefen Verständnis für das Geschäftsfeld. Gleichzeitig setzen wir ein Zeichen, dass sich M.M. Warburg & CO auch in der Zukunft als verlässlicher Partner der Schifffahrt sieht.

Gleiches gilt auch für Zypern oder UK. In Zypern hat sich vor allem eine große Gruppe maritimer Dienstleister (vor allem technische Manager und Crewmanager von Schiffen) angesiedelt. Nach den Erfahrungen des Haircuts 2013 möchten immer mehr Kunden mit starken Banken in einem sicheren Umfeld zusammenarbeiten.

Besonders Kunden, die grenzüberschreitend in verschiedenen Ländern tätig sind, können wir Service aus einer Hand anbieten. Egal von welchem Standort – für eine Kundengruppe ist immer ein Ansprechpartner zuständig.

Bereits heute zählt eine sehr stattliche Anzahl an internationalen maritimen Firmen zu den Kunden des Hauses: Reedereien, Schiffs- und Crewmanagementgesellschaften, maritime Versicherer, Logistiker, Treibstoffhändler für Schiffe sowie Dispatcheure – die Kundschaft stellt einen erfreulichen Querschnitt durch die maritime Wirtschaft dar.

*Jens Dose und Christian Speer
Relationship Management
Schifffahrt*

Logistikmärkte im Wandel: Partizipieren mit Investments in Logistikimmobilien

Die Hamburger Speicherstadt mit ihren unzähligen Backsteinbauten, Kanälen, Fleeten und Brücken war einst der weltgrößte Lagerhauskomplex in einem Hafengebiet. Doch das wirtschaftliche Treiben früherer Tage ist verblasst. Stattdessen prägen das Weltkulturerbe heutzutage Bürogebäude und Scharen von Touristen. Der Niedergang begann mit der Ausbreitung des Containerverkehrs, der die Lagerung in Speichern schlichtweg überflüssig machte. Die Speicherstadt steht somit symbolisch für sich verändernde Märkte und Logistikanforderungen. Insofern lohnt sich ein genauer Blick auf die Logistikimmobilienmärkte, nachdem der Investorenfokus im Immobilienbereich lange Zeit auf Wohn- und Gewerbeimmobilien zentriert war.

Wachstumstreiber im Einzel- und Onlinehandel

Logistikimmobilien profitieren wie keine andere Assetklasse vom Megatrend Digitalisierung, der bekanntlich alle Lebensbereiche und Industrien tangiert. Vermutlich konnten Sie bereits Veränderungen Ihres eigenen Kundenverhaltens feststellen, indem Sie vermehrt auf Onlinehändler zugreifen und sich Ware bequem nach Hause liefern lassen. Auch im Nahrungsmittelsektor experimentieren zur Zeit sowohl große stationäre Handelsunternehmen wie EDEKA, REWE, die Schwarz Gruppe, als auch der Onlinehändler Amazon mit Lieferserviceangeboten. Amazon Prime Now bietet seinen Kunden beispielsweise die Lieferung von Lebensmitteln innerhalb einer Stunde an. Darüber hinaus stehen eine Vielzahl neuer Auslieferungstechniken, wie die Drohnenauslieferung, in der Testphase. Insgesamt befindet sich sehr viel Kapital im Markt. Dem gegenüber steht jedoch eine geringe Anzahl an Logistikneubauten, was für hohe Preise sorgt und Druck auf Spitzenrenditen ausübt. In Anbetracht der Einzelhandels- sowie Konsumentenverhaltensentwicklung ist der stetige Anstieg des deutschen Onlinehandelsumsatzes seit Jahrtausendwende auf einem Gesamtumsatz i. H. v. EUR 44 Mrd. im zurückliegenden Jahr zu erklären. Dies entspricht einer Steigerung von 275 % gegenüber 2006. Damit übernimmt der Onlinehandel zunehmend Umsatzanteile des stationären Handels. Ferner trägt die Umsatzentwicklung im Onlinehandel einen maßgeblichen Anteil an der steigenden Nachfrage nach Logistikimmobilien. Vermehrt werden Lagerflächen in zentralen Metropollagen nachgefragt. Ebenfalls werden Logistikzentren in der Peripherie von Großstädten angesiedelt, anstatt sie an zentralen Verkehrsknotenpunkten zu platzieren. Hierbei wird einem weiteren Megatrend, nämlich der Urbanisierung, Rechnung getragen. Verstärkend wirkt zusätzlich die Internationalisierung der Märkte, aus der

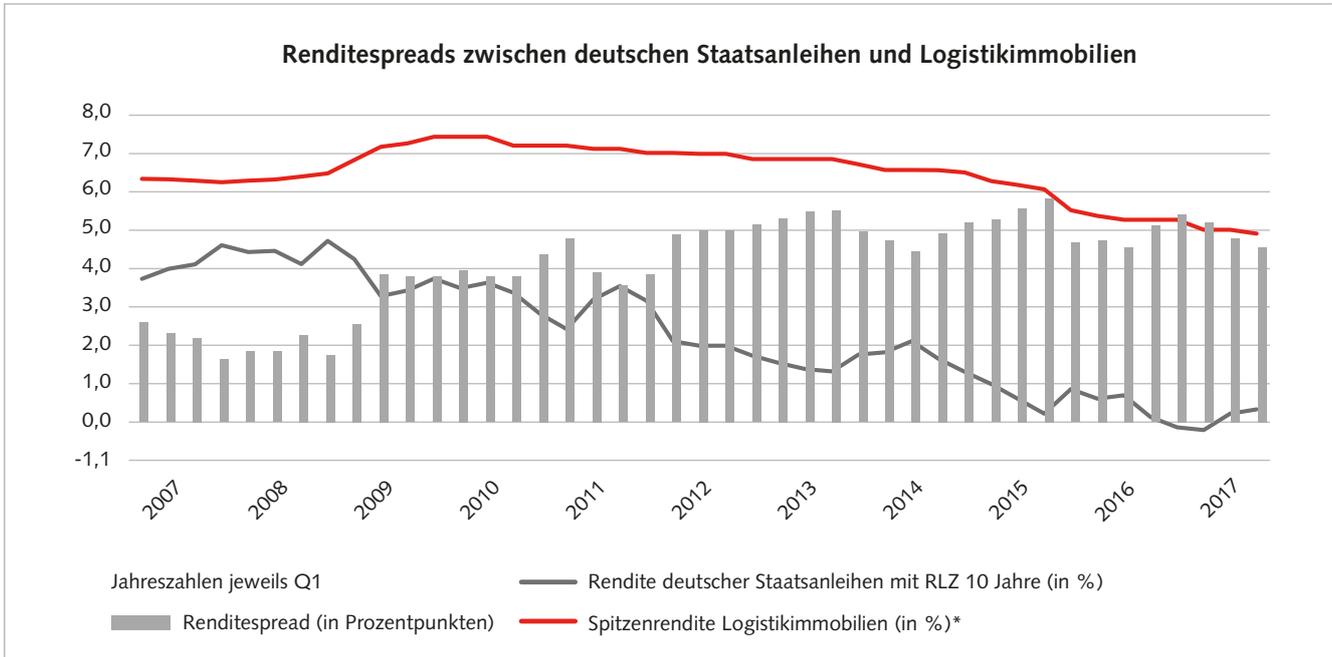


Logistikimmobilien profitieren wie keine andere Assetklasse vom Megatrend Digitalisierung, der bekanntlich alle Lebensbereiche und Industrien tangiert.

steigende Nachfrage nach Transport- und Logistikdienstleistungen resultiert.

Logistikimmobilienmarkt in Deutschland

Deutschland ist aufgrund seiner zentralen Lage in Europa und seiner Infrastruktur größter und bedeutendster Logistikstand-



(Quelle: Warburg-HIH Invest; Deutsche Bundesbank; JLL *ungewichteter Mittelwert der Rendite in deutschen Top 7-Standorten)

ort Europas mit einem Lager- und Logistikflächenumsatz von EUR 258 Mrd. (2016). Zudem zeichnet sich der Markt durch die geringste Volatilität im europäischen Vergleich aus. Das Transaktionsvolumen für Logistikimmobilien betrug 2016 EUR 4,4 Mrd. (Vorjahr EUR 4,0 Mrd.), sodass Logistikimmobilien nach Büro- und Handelsimmobilien die drittbeliebteste Anlageklasse darstellen. Der Bestand an Lager- und Logistikimmobilienumsatz hat sich seit 2013 (2003) um 48% (+326%) vergrößert und beträgt 2016 6,9 Mio. qm. Starke regionale Unterschiede können bezüglich der Objektlage auftreten. So können in Süddeutschland deutlich höhere Mietniveaus erreicht werden, als in Ostdeutschland.

Renditeentwicklung von Logistikimmobilien

Aufgrund der expansiven Geldpolitik der EZB haben sich die Renditen von deutschen Bundesanleihen rückläufig entwickelt und befinden sich seit Auflage des Quantitative Easing Programms nahe der Nullrendite. Während die Spitzenrenditen von Büroimmobilien in den meisten europäischen Metropolen inzwischen bei unter 4% liegen, notieren die Renditespreads von Logistikimmobilien gegenüber deutschen Bundesanleihen seit dem dritten Quartal 2011 konstant bei ca. 4,5%. Somit bieten sich Logistikinvestments als attraktive Alternative an. Zu beachten ist allerdings, dass in der Rentabilitätsrechnung der übliche Wertverfall der Immobilie berücksichtigt werden muss. Zudem bestehen oftmals kurze Mietvertragslaufzeiten, was ent-

sprechende Anforderungen an das Asset und Letting Management nach sich zieht.

Fazit

Noch ist unklar, welche Trends sich endgültig im Markt durchsetzen werden und somit welche Logistikstandorte das höchste Interesse seitens der Logistikunternehmen erfahren. Dennoch ist abzusehen, dass zukünftig eine signifikante Reduktion der Lieferzeit einen maßgeblichen Einfluss auf die Auswahl von Logistikimmobilien haben wird. Durch die zentrale innereuropäische Lage Deutschlands, den sich abzeichnenden Trends in der Logistikbranche sowie verändernden Kundenverhalten bieten sich interessante Investmentmöglichkeiten mit attraktiven Renditen für Investoren. Bei der Auswahl entsprechender Fonds muss ein besonderer Fokus auf die Auswahl des Managers sowie der Ausgestaltung des Produkts gelegt werden.

*Janis Schäfer und Wolfgang Conrad
Produktauswahl und -kontrolle*

Real Estate Secondaries

Wie Professionals mit geschlossenen Immobilienfonds Portfolien optimieren und Rendite erwirtschaften.

Historisch betrachtet dominierten in der Anlageklasse Immobilienfonds (real estate funds) „buy-and-hold“-Strategien. Viele Investoren nahmen die Illiquidität und zyklische Wertveränderung für im Gegenzug vergleichsweise stabile Ausschüttungen in Kauf. Eine wachsende Anzahl an Investoren verfolgt mittlerweile jedoch eine zunehmend aktive Managementstrategie ihres Immobilienfondsportfolios, in der die Anlagestrategien und Allokationen regelmäßig überprüft und ggf. angepasst werden. Hieraus resultieren Portfoliostrukturierungen und Käufe und Verkäufe am Zweitmarkt. Hierbei können u. a. folgende Aspekte für einen Verkauf sprechen:

- Anpassung der Allokation an ursprüngliche oder neu formulierte Vorgaben z.B. hinsichtlich Regionen, Nutzungsarten und Investitionsstrategien
- Regulatorische Vorgaben z. B. hinsichtlich Eigenkapitalausstattungen etc.
- Organisatorische und administrative Änderungen, z. B. neue Portfolioverantwortliche verkaufen Bestände ihrer Vorgänger
- Verringerung der Anzahl der investierten Fonds hin zu höheren Investments in stärker diversifizierten Fonds, um Monitoring und Reporting zu vereinfachen
- Beschleunigung der Liquidierung von in der Exitphase befindlichen Fonds, um z. B. mit den Erträgen das Volumen in einer anstehenden Neuinvestition zu erhöhen

Das Wachstum des weltweiten Transaktionsvolumen von Immobilienfonds ist beeindruckend und kann im Wesentlichen in drei Phasen unterteilt werden:

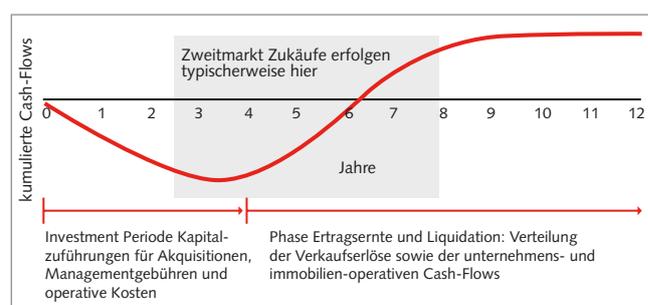
- Zwischen 1996 und 2001 betrug das durchschnittliche Transaktionsvolumen USD 220 Mio. p. a.
- Die zunehmende Allokation institutioneller Investoren im Bereich Immobilien führte zu einem Anstieg des durchschnittlichen Handelsvolumens am Zweitmarkt auf USD 500 Mio. zwischen 2002 und 2008. In diesem Zeitraum konnte sich durch den Markteintritt zusätzlicher professioneller Zweitmarktinvestoren die Anlageklasse weiter etablieren.
- Zwischen 2009 und 2015 wuchs das Transaktionsvolumen durchschnittlich um 37% p. a., sodass das Transaktionsvolumen in 2015 USD 8,2 Mrd. betrug.

Vor dem Hintergrund aktueller Kapitalzusagen in Immobilienfonds in Höhe von über USD 1,0 Bio., wovon aktuell ca. USD 480 Mrd. investiert sind, wird für die nächsten drei Jahre ein Handelsvolumen von USD 15 bis 25 Mrd. erwartet.

Während in der Frühphase des Immobilienzweitmarktes noch sogenannte Notverkäufe dominierten, fungiert der Immobilien Secondary Market heute als ein Portfolio Management Instrument. Bei gleichzeitiger Professionalisierung der Käufer- und Verkäuferseite haben sich die Abschläge auf den Netto-Inventarwert, zu dem die Immobilienfondsanteile gehandelt werden, im Zeitverlauf stark reduziert. Trotz dieses großen Potenzials sind die Anzahl der professionellen Käufer und die damit verbundenen Volumina sehr begrenzt. Ein Markt für Secondary – Professionals: neben Landmark, dessen Fonds wir im Rahmen der Produktprüfung analysiert haben, gibt es mit Blackstone Strategic Partners, Partners Group und Goldman Sachs lediglich drei Marktteilnehmer mit vergleichbarer Größe.

Landmark Partners gilt mit einer ersten signifikanten Transaktion in 1996 als Begründer des Immobilien-Sekundärmarktes. Seitdem wurden in über 100 Transaktionen über 350 Fondsanteile von 125 verschiedenen Fondsmanagern akquiriert. Diese Ankäufe wurden über Fondsvolumina von USD 3,4 Mrd., wovon USD 2,1 Mrd. investiert wurden, dargestellt. Hieraus resultierte für die Investoren eine Gesamrendite von 27%.

Grundsätzlich erscheinen der Secondary-Funds gegenüber einer Direktinvestition in Immobilienfonds mit Value-Add- und opportunistischer Strategien bzgl. des Risiko-Renditeprofils im Vorteil, da die Investoren von einer breiten zeitlichen, regionalen und sektoralen Diversifizierung der zugrundeliegenden Assets und einem deutlich eingeschränkten Blindpoolrisiko profitieren. Ferner ist ein Teil der wertsteigernden Maßnahmen an den Einzelobjekten bereits abgeschlossen und beurteilbar. Wie und wann am Zweitmarkt gekauft und Geld verdient wird, zeigt idealtypisch die nachfolgende Grafik:



Während der Investmentperiode nehmen die Cash-Flows in den ersten vier Jahren ab. Üblicherweise sorgt der Zweitmarkt hier für eine deutliche Belebung.

Dennoch bestehen signifikante Risiken für die Anleger: Innerhalb der Investitionsphase liegt das größte Risiko in der Identifikation geeigneter Anlagen. Hierbei ist sowohl die Konkurrenzsituation auf dem Zweitmarkt als auch das Marktumfeld im Immobilienbereich zu berücksichtigen. Die Gesamrendite lässt sich zu ca. 50 % auf die gezahlten Discounts, zu 35 % auf Wertsteigerungen nach Ankauf der Zielfonds sowie 15 % auf laufende Ausschüttungen zurückführen. Somit liegen große Risiken im Wegfall dieser Faktoren. Da jedoch das Realisieren weiterer Wertgewinne aus Marktbewegungen beim aktuellen Preisniveau auf den Immobilienmärkten mit konventionellen Anlagestrategien kaum möglich erscheint, finden somit u. a. die Marktteilnehmer gute Voraussetzungen, deren Geschäftsmodell auf einen kurzfristigen Exit ausgerichtet ist. Hierzu zählen auch Zweitmarktinvestitionen in Value-Add- und

opportunistische Strategien, die auf eine kurze Kapitalbindung und die Veräußerung der Objekte mit maximaler Wertschöpfung abzielen. Wenn es in Ermangelung guter Exit-Kanäle bei schwachen Immobilienmärkten oder bei Refinanzierungsproblemen zu Verzögerungen bei der Auflösung der Zielfonds kommt, schlägt dies voll auf Secondary-Fonds durch mit entsprechendem Einfluss auf die Renditen.

Es war und bleibt ein Portfoliosteuerungsinstrument für Professionals; der Vertrieb des geprüften und freigegebenen Fonds erfolgt bei Warburg ausschließlich an institutionelle Kunden.

*Uwe Boehmer
Produktauswahl und -kontrolle*

Agrarflächen und -betriebe: Unterstützung bei der Suche geeigneter Investitionen

Infolge der anhaltenden Marktverzerrungen in Bezug auf die Zinssituation sind mit der zunehmenden Nachfrage nach Sachinvestitionen die Preise für Immobilien deutlich angestiegen. Diese Entwicklung gilt besonders für Wohn- oder Gewerbeimmobilien in großen Städten und Wachstumsregionen. Sie trifft aber auch auf land- und forstwirtschaftliche Flächen zu, die über viele Jahrzehnte eine nur am Rande bzw. bei „Insidern“ beachtete Anlagemöglichkeit dargestellt haben, die inzwischen aber – mit regional verschiedener Intensität – deutschlandweit ebenfalls bisher unbekannte Preisniveaus erreichen. Spitzenreiter bei dieser Entwicklung ist aktuell das westliche Niedersachsen, wo teilweise Hektarpreise von über EUR 100.000 erzielt werden.

Die Preisentwicklung wird zusätzlich von der Erkenntnis getrieben, dass der nicht vermehrbare Ressource „Boden“ durch die zunehmende städtische Flächenversiegelung bzw. den Flächenbedarf der Erneuerbaren Energien eine für die Versorgung der ansteigenden Weltbevölkerung stetig wachsende Bedeutung zukommen wird. Wir gehen daher davon aus, dass Investitionen in land- und forstwirtschaftliche Flächen auch in der Zukunft im Fokus bleiben werden. In Deutschland werden sich hierfür durch das Auslaufen der Bindungsfristen für nach der innerdeutschen Maueröffnung von der BVVG erworbene Flächen in den nächsten Jahren Investitionsoptionen ergeben. Lohnend erscheint aber auch der Blick in

das eine oder andere (west-)europäische Ausland, in dem die Kaufpreise für entsprechende Flächen noch Aufholpotenzial gegenüber der Entwicklung in Deutschland haben.

Nicht zuletzt vor dem Hintergrund eigener landwirtschaftlicher Aktivitäten der Gesellschafterfamilien fühlt sich unser Haus Kunden mit entsprechenden Interessen verbunden. Insbesondere im Mutterhaus in Hamburg und in der Zweigniederlassung Hallbaum in Hannover bestehen vielfältige Kontakte und langjährige Kontoverbindungen von Firmenkunden in diesem Sektor. In dieser Ausgangslage streben wir an, über ein im Aufbau befindliches Agrardesk und unter Nutzung des gruppenweiten Netzwerks aus Zweigniederlassungen und externen Partnern aktuelle Angebote und Nachfragen nach land- und forstwirtschaftlichen Flächen zu identifizieren, zu bündeln und zu vermitteln. Zielgruppe des Agrardesks sollen sowohl private als auch institutionelle Investoren sein. Ergänzt wird das Angebotsspektrum um die gesamte Bandbreite des Produktangebots der Bank – von der Kontoführung über Finanzierungen bis zur Beratung komplexer Erwerbs- und Finanzierungstransaktionen.

*Joachim von Borstell
Relationship Management
Firmenkunden Nord*

Investieren in Kreditfonds: Attraktive Rendite trotz niedriger Zinsen

Eines der Segmente der privaten Kapitalmärkte mit dem stärksten Wachstum in den vergangenen Jahren ist Private Debt. Innerhalb der vergangenen zehn Jahre hat sich das in diesem Bereich verwaltete Vermögen auf global über 523 Mrd. US-Dollar in etwa vervierfacht – ein Wachstum von 14 % pro Jahr. Wir erwarten, dass sich dieses rasante Wachstum weiter fortsetzen wird, denn der eigentliche Anlass für dieses Spin-off einer Bankdienstleistung liegt an den drastisch erhöhten Eigenkapitalanforderungen für nachrangige Kredite im Rahmen der internationalen Bankenregulierung. Darüber hinaus zwingt fehlendes Eigenkapital viele Banken zur Reduzierung ihrer Kreditportfolien – eine Fundgrube für Kreditstrukturierer und ihren Fonds. Aufgrund seiner Vielfältigkeit lässt sich das Segment Private Debt jedoch keiner der etablierten Anlageklassen eindeutig zuordnen, zumal es Gemeinsamkeiten mit so unterschiedlichen Segmenten wie Anleihen und Private Equity aufweist.

Was genau ist Private Debt?

Es stellt sich also die Frage, was sich hinter Private Debt verbirgt? Auch wenn damit stets die Bereitstellung von Fremdmitteln für mittelständische Unternehmen durch Nicht-Banken gemeint ist, wird der Begriff nicht immer einheitlich verwendet. So umfasst die breitere Definition des Begriffs durch den Informationsdienst Preqin fünf unterschiedliche Kreditstrategien – Direct Lending, Mezzanine, Distressed Debt, Venture Debt und Special Situations. Berücksichtigt werden teilweise auch durch Sachwerte wie Immobilien oder Infrastruktur besicherten Darlehen. Eine engere Fassung von Private Debt beschränkt sich jedoch auf die Strategien Direct Lending und Mezzanine, die sowohl in Bezug auf das verwaltete Kapital

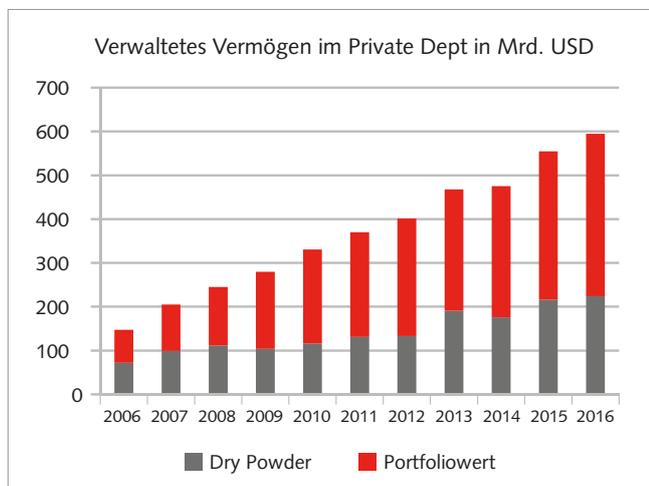
als auch in ihrer Bedeutung für die Mittelstandsfinanzierung am bedeutendsten sind.

Im Folgenden soll der Fokus auf Direct Lending liegen, der Strategie, die innerhalb der Warburg Gruppe im Bereich der Kreditfonds derzeit die größte Aufmerksamkeit genießt. Direct-Lending-Fonds vergeben i. d. R. sogenannte Senior Secured Loans. Dabei handelt es sich um besicherte Unternehmenskredite, deren Kreditqualität ähnlich wie bei Hochzinsanleihen unterhalb des Investment-Grade-Bereiches liegt. Senior Secured Loans werden üblicherweise von einer Bank arrangiert, damit Unternehmen bzw. Investoren (beispielsweise Private-Equity-Unternehmen) Umstrukturierungen oder fremdfinanzierte Übernahmen durchführen können. Anders als Anleihen sind Senior Secured Loans jedoch keine Wertpapiere und folglich auch nicht an einer Börse notiert. Insofern müssen die Investoren eine deutlich eingeschränkte Liquidität in Kauf nehmen. Die Besicherung erfolgt häufig jedoch weniger durch dingliche Vermögensgegenstände als primär durch die stabilen Cashflows der finanzierten Unternehmen. Historische Daten zeigen geringe Verlustraten, auch wenn die Darlehenshöhe mit bis zum 4,5-fachen des EBITDA erheblich sein kann. Zudem beträgt der Sicherheitspuffer durch Eigenkapital sowie nachrangige Verbindlichkeiten in der Regel über 50 % des Unternehmenswerts.

Warum Private Debt? Angebot und Nachfrage

Ein wesentlicher Grund für die derzeitige Beliebtheit von Private Debt liegt im Rückzug der Banken aus dem klassischen Kreditgeschäft infolge regulatorischer Einschränkungen. Denn aufgrund der Notwendigkeit, Risikoaktiva mit höheren Eigenmitteln in der Bilanz zu unterlegen, sinken die Möglichkeiten für Neugeschäft. Gleichzeitig leiden viele Kreditinstitute unter Altlasten in Form notleidender Kredite aus der Vorkrisenzeit, die ihren Spielraum weiter begrenzen. Die Folgen hieraus waren bereits in den vergangenen Jahren deutlich zu spüren. So hat sich das Gesamtvolumen der im Euroraum an Unternehmen vergebenen Kredite nach zuvor starkem Wachstum seit der Finanzkrise per Saldo um rund 11 % reduziert.

Der Bedarf an Fremdkapital ist seither jedoch weiter gestiegen, was zu einer zunehmenden Finanzierungslücke für mittelständische Unternehmen mit fehlendem Kapitalmarktzugang geführt hat. Besonders ausgeprägt ist der Mangel an herkömmlichen Finanzierungen bei komplexeren Transaktionen, da sich Banken in immer höherem Maße auf das Standardgeschäft



(Quelle: Preqin Private Debt Online)

beschränken und dabei Engagements mit hoher Sachwertunterlegung und kurzen Laufzeiten bevorzugen. Doch gerade der Bedarf an anspruchsvolleren Finanzierungen nimmt beständig zu, nicht zuletzt von Private-Equity-Gesellschaften, die maßgeblich zur rasanten Entwicklung von Private Debt beigetragen haben.

Renditestarke Alternative im Fixed-Income-Bereich

Durch die massiven Eingriffe der Notenbanken weltweit in Form des Quantitative Easings sind die Zinsen auf ein derart niedriges Niveau gesunken, das es Anlegern nicht mehr erlaubt, mit sicheren und kurzfristig verfügbaren Anlageformen nennenswerte Renditen zu erzielen. Mittlerweile weist mehr als ein Drittel der von OECD-Staaten begebenen Schuldverschreibungen eine negative Nominalrendite auf. Auch Unternehmensanleihen bonitätsstarker Emittenten bieten häufig keine zufriedenstellende Alternative, da auch deren Renditen im Euroraum zuletzt deutlich unter 1 % p. a. gesunken sind.

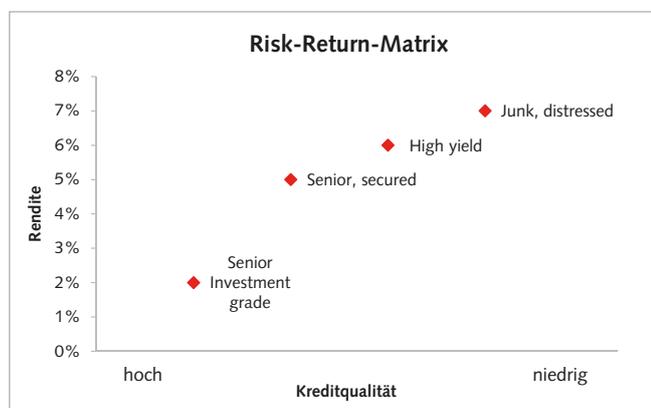
Um im Bereich der Fremdkapitaltitel überhaupt noch eine positive Rendite erzielen zu können, sind die Investoren gezwungen, ein höheres Anlagerisiko einzugehen und/oder Abstriche bei der Liquidität ihrer Kapitalanlage in Kauf zu nehmen. An dieser Stelle kann Direct Lending eine attraktive Anlagealternative bieten: Senior Secured bieten aufgrund der Besicherung ein reduziertes Verlustrisiko und erfüllen dennoch den Wunsch nach laufenden Erträgen. Im Ergebnis positioniert sich Direct Lending im Risikoprofil zwischen Unternehmensanleihen mit Investment Grade und Hochzinsanleihen. Gegenüber Hochzinsanleihen zeigt sich bei geringerem Risiko eine deutliche Mehrrendite zwischen 2,5 und 3 Prozentpunkten p. a. Allerdings erfolgt eine Investition in diese Anlageklasse über geschlossene Fonds, so dass der Auswahlprozess komplexer ist und

das Kapital erst am Ende der Laufzeit von üblicherweise rund sieben Jahren wieder zur Verfügung steht. Die Renditeerwartung für Direct-Lending-Fonds liegt oftmals bei 5 % p. a.

Kreditfonds mit Warburg Bezug – ein Prüfungsschwerpunkt

Derzeit werden innerhalb der Warburg-Gruppe mehrere Initiativen im Bereich Kreditfonds verfolgt: Neben einem semi-liquiden Senior-Loan-Fonds, der eigens auf die Bedürfnisse der institutionellen Anlegerschaft zugeschnitten ist, soll ein Themen-Kreditfonds aufgelegt werden, der in erster Linie besicherte internationale Schiffskredite investiert. Zudem ist derzeit eine Anleihe auf europäische CLOs in der Planung. Bei CLOs (Collateralized Loan Obligations) handelt es sich um eine Form Kreditverbriefung, bei der i. d. R. erstrangig besicherte Kredite wie z. B. Senior Secured Loans von Finanzintermediären aufgekauft, gebündelt und in unterschiedlichen Tranchen an Investoren ausplatziert werden. Darüber hinaus befindet sich derzeit ein Senior-Loan-Dachfonds in der Prüfung. Der Fonds soll in etwa acht Zielfonds investieren und so eine breite Diversifizierung erreichen. Die Attraktivität des Produktes liegt aus Investorensicht darin, für ein relativ sicheres Underlying eine hohe Illiquiditätsprämie zu vereinnahmen und dadurch eine überdurchschnittlich hohe Rendite zu vereinnahmen.

*Wolfgang Conrad
Produktauswahl und -kontrolle*



(Quelle: Darstellung M.M.Warburg & CO)



M. M. WARBURG & CO

1798

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA · Ferdinandstraße 75 · 20095 Hamburg
www.mmwarburg.com