

Sachwerte müssen sich gegen Bonds behaupten

Von Tobias Bürger

Immobilien und Infrastruktur zählten in den vergangenen Jahren zu den gefragtesten Anlageklassen. Infolge der Zinswende lebt nun aber das Interesse an Zinspapieren auf. Was das für Sachwerte bedeutet und was Anleger jetzt planen: hier erfahren Sie es.

Auf der Jahreskonferenz standen die Perspektiven der vielfältigen Anlageklasse Infrastruktur in diesem Jahr im Blickfeld einer Paneldiskussion unter der Überschrift „Inflationsschutz, Cashflows und die Transition“. Moderiert wurde das in englischer Sprache geführte Gespräch von Hermann Aukamp; seit seinem Abschied von der Nordrheinische Ärzteversorgung vor inzwischen neun Jahren ist er als Immobilien- und Real-Assets-Berater aktiv. Von seinen Gästen auf der Bühne ergriff Benjamin Hemming als erster das Wort. Er arbeitet seit neun Jahren für den Vermögensmanager von Munich Re und Ergo – die Meag. Erst vor kurzem ist er dort befördert worden: Seit dem 1. Juli 2023 leitet er den Bereich Illiquid Assets Debt, der sowohl das Infrastructure-Debt-Transactions-Team als auch das Asset-Management-Team dieses Bereichs umfasst. Hemming zufolge investiert die Meag seit 2010 in alternative Anlageklassen. Los ging es damit auf der Private-Equity-Seite und mit Direktinvestments im Eigenkapital in Renewables. Vier Jahre später kam Infrastructure Debt hinzu.

Heute stellt die Meag langfristiges Eigen- und Fremdkapital für alle nur denkbaren Formen von Infrastrukturprojekten in unterschiedlichen Sektoren zur Verfügung. Dazu zählt etwa Transport-Infrastruktur mit Projekten für Flughäfen, Straßen und Mautstraßen ebenso wie Häfen, Brücken und Tunnel. Aber auch der Schienenverkehr, Parkhäuser und selbst Fährdienste sind für die Meag von

Bedeutung. Im Portfolio befindet sich zudem Infrastruktur für Energieerzeugung und -speicherung bis hin zu Stromnetzen und Gaskavernen. Und auch Rechenzentren, die im weiteren Verlauf der Gesprächsrunde zur Sprache kamen, gehören dazu. „Heute haben wir allein auf der Fremdkapitalseite etwa zwölf Milliarden Euro in individuellen Assets investiert und insgesamt über 100 Investments getätigt“, so Hemming. Zunächst wurden entsprechende Assets ausschließlich für Investoren innerhalb der Munich-Re-Gruppe allokiert. „Seit 2018 wiederum haben wir uns für zahlreiche Investoren von außerhalb der Gruppe geöffnet. Und wir arbeiten mit einigen anderen Akteuren dieses fantastischen Panels zusammen.“ Dazu zählt beispielsweise die Investmentgesellschaft Ampega des börsennotierten Versicherungskonzerns Talanx.

Wie Meag-Experte Hemming hervorhob, haben beide Häuser schon gemeinsam Assets finanziert. In manchen Situationen sei man aber auch Wettbewerber. Mit diesen Worten spielte er den Ball an Rouzbeh Amini weiter, der für die Ampega Asset Management in Köln arbeitet. Ebenso wie sein Vorredner fasste der Head of Infrastructure Origination der Ampega Asset Management die Inhouse-Erfahrungen mit alternativen Investments zusammen: „Auch wir haben Anfang der 2010er Jahre mit alternativen Anlagen begonnen. Und auch wir kommen aus der Private-Equity-Welt“, identifizierte Amini gleich mehrere Parallelen zum Wettbewerber aus München. „Und genau wie die Meag haben auch wir 2014 beschlossen, eine eigene Abteilung für Infrastruktur einzurichten“, so Amini. „Wir fokussieren uns auf Dinge, von denen wir überzeugt sind, dass wir sie von Köln aus vernünftig umsetzen und begleiten können. Bei den Themen, die wir uns selbst nicht zutrauen, greifen wir hingegen auf indirekte Fondsinvestments

spezialisierten Anbieter zurück.“ Offensichtlich haben Meag und Ampega einen ähnlichen Erfahrungsschatz. Von Bedeutung sind dabei insbesondere ihre im Versicherungs- und Rückversicherungsgeschäft aktiven Muttergesellschaften, zu denen wiederum diverse Kapitalanleger gehören. „Das versetzt uns in die Lage, Investitionen mit den unterschiedlichsten Rendite-Risiko-Profilen umzusetzen“, hob Amini hervor und spannte so den Bogen zu den weiteren Gästen auf dem Panel: „Wir haben inzwischen ein granulares Portfolio aufgebaut, das etwa sechs Milliarden Euro umfasst. Rund zwei Drittel davon haben wir für das eigene Anlagevermögen im Konzern getätigt. Der Rest entfällt überwiegend auf gleichgesinnte deutschsprachige institutionelle Investoren.“

Eine Option für die Upside

Auch Charlotte Daelemans, Senior-Real-Assets-Spezialistin bei Nuveen, wies darauf hin, dass in den vergangenen Jahren viel Geld von Versicherungen und Pensionseinrichtungen speziell in Infrastruktur-Finanzierungen geflossen sei. Nach dem Ende der Phase extrem niedriger Zinsen wolle mancher Anleger nun wieder zu traditionellem Fixed Income zurückkehren, so Daelemans. Auch Private und Infrastructure Credit stünden im Fokus, da sie ein gutes Risiko-Rendite-Profil böten. Gleichzeitig gebe es auch weiterhin gute Argumente für Infrastrukturbeteiligungen. „Als Eigenkapitalgeber für Infrastruktur haben Sie die Option auf eine Upside.“ Ferner kam Daelemans auf ESG-Aspekte von Infrastruktur zu sprechen. Sie machte deutlich, dass der Kapitalbedarf für Projekte weiterhin groß sei, wie sie mit Blick auf den Ausbau klimaschonender Kraftwerke oder auch im Hinblick auf die Digitalisierung betonte. Sebastian Dooley, Senior Fund Manager

bei Principal Real Estate in London, stimmte ihrer Aussage zu und verwies auf Daten- oder Rechenzentren. Das sind Einrichtungen, die aus vernetzten Computern und Datenspeichern bestehen. Sie unterstützen ihre Nutzer bei der Organisation, Verarbeitung, Speicherung und Verbreitung großer Datenmengen. Ein Treiber der Nachfrage ist der Wechsel vieler Angestellten ins Homeoffice, aber auch der Megatrend „Digitalisierung“ an sich.

Problematisch bei dieser Art von Infrastruktur ist aber vor allem ihr immenser Energieverbrauch, der sich aus dem Betrieb und der Kühlung der ansonsten heiß laufenden Hardware ergibt. In der Industrie wurden in den vergangenen Jahren bereits Anstrengungen unternommen, damit die Stromfresser klimafreundlicher werden. Keine große Hürde war hier der Wechsel auf Erneuerbare Energien. Dazu wurden in der Branche individuelle Stromabnahmeverträge, etwa zwischen den Betreibern von Datenzentren und Windparks oder Wasserkraftwerken, abgeschlossen. Dadurch werden aus herkömmlichen Rechenzentren „grüne Datenzentren“.

Unter ökologischen Gesichtspunkten gibt es aber ein weiteres Problem zu lösen. Das liegt vor allem an den im vergangenen Jahr kräftig gestiegenen Energiepreisen. Was die Betreiber von Wind- und Solarparks glücklich macht, schmälert bei Abnehmern aus der Industrie die Marge. Die Betreiber der Datenzentren müssen also weiter an der Effizienz der Anlagen feilen. Aber ganz egal, ob der von ihnen verbrauchte Strom nun grün ist oder nicht – Datenzentren werden auch in Zukunft enorme Mengen davon verschlingen. Sebastian Dooley von Principal Real Estate stellte das in Berlin auch gar nicht in Abrede, sondern verwies auf die fortschreitende Digitalisierung. Ohne sie werde es keine grüne Zukunft geben,



Hermann Aukamp (r.) moderierte das Infrastrukturpanel. Gemeinsam mit seinen Gästen erörterte er die aktuelle Lage bei den Sachwerten ebenso wie deren Aussichten auf der Eigen- und der Fremdkapitalseite.



Verliert Betongold nun seinen Glanz? Das und mehr wollte Dr. Stephan Kloess (r.) von seinen Gästen wissen. Dazu zählten Thomas Gut von der Hamburger Pensionsverwaltung und Dr. Miriam Esders (Freo Group).

sagte er. „In diesem Zusammenhang rate ich institutionellen Anlegern daher auch, darauf zu achten, dass sie mit Betreibern und Investmentmanagern zusammenarbeiten, die einen effizienten Rechenzentrumsausbau, insbesondere im Maschinen- und Anlagenbau, vorantreiben und entsprechende Maßnahmen ergreifen, um die Nutzung grüner Energie sicherzustellen.“

Datenzentren aus Stahl und Beton sind also häufig bereits grüner, als man das vielleicht erwartet hätte. Autobahnen wiederum lassen sich nur schwer mit dem Adjektiv „grün“ in Verbindung bringen. Manuel Cary, Gründungspartner und Vorstandschef des auf Transportinfrastruktur spezialisierten Investmentmanagers TIIC, machte auf der Jahreskonferenz keinen Hehl daraus, dass Straßen, ob man das nun wolle oder nicht, einen negativen Impact auf ihre Umwelt hätten. Zum Beispiel, weil Grünflächen für den Bau der Asphaltbänder weichen müssen.

Aber, so relativierte Cary, es werde viel getan, um den Schaden auf die Umwelt zu minimieren. Beispielhaft verwies der Fachmann auf vollautomatisierte Mautstraßen, bei denen die Fahrzeugnutzer nicht mehr anhalten müssten, um die Maut zu bezahlen. Die Abrechnung erfolge mehr und mehr elektronisch: Durch den Abbau der Mautbarrieren entlang kostenpflichtiger Straßen würden Stopps vermieden. Fahrzeuge müssten deshalb auch nicht mehr abgebremst und wieder beschleunigt werden. Das spare Treibstoff und senke den Ausstoß klimaschädlicher Gase, argumentierte Cary, der sich für den Aufbau „effizienterer Infrastrukturen“ im Transportsektor einsetzt. In der Gesprächsrunde stand auch das Dauerbrennerthema „Inflationsschutz“ auf die Agenda. Manuel Cary: „Die Zeit niedriger Inflation kennen wir alle. Ich unterstütze

seit langer Zeit die Theorie, dass Infrastruktur als Absicherung gegen Inflation dient. Lange Zeit hatte ich keine Gelegenheit dafür, das zu beweisen.“ Jetzt ergebe sich die Möglichkeit dazu. Denn die Bewertungen der Assets profitierten vom Anstieg der Inflation.

Inflationsschutz und Trends der Zukunft

Benjamin Hemming ergänzte, dass sich das Portfolio der Meag bewährt habe und bis dato „absolut resilient“ sei, was Inflation angehe. Den Schlusspunkt setzte dann aber Manuel Cary. Auf die Frage Hermann Aukamps, was denn wohl „die nächste große Sache in Infrastruktur“ neben Dekarbonisierung und Elektrifizierung sei, skizzierte der Experte für Transportinfrastruktur zwei Trends, die man kurzfristig in Europa sehen werde. Der eine sei die zunehmende Nutzung der Eisenbahn. „Das gilt vor allem für den Gütertransport.“ Als ein Problem in Europa sieht Cary die übermäßige Nutzung von LKWs, was er als völlig ineffizient bezeichnete. Zweitens erwartet er einen Trend in der Schnittmenge von Klimawandel, Infrastruktur und dem Umgang mit Wasser. Dabei gehe es nicht nur darum, weniger Wasser in der Landwirtschaft zu verbrauchen. „Sondern um die Antwort auf die Frage: Wie geht man mit der Tatsache um, dass es infolge des Klimawandels in kurzer Zeit stark regnet und man das Wasser irgendwie auffangen muss?“ Die Lösung des Problems werde enorme Investments erfordern, ist sich Cary sicher. „Ich denke, das wird eine große Revolution im Bereich Infrastruktur mit sich bringen.“

In einer weiteren Expertensession („Vom Betongold zum Sorgenkind – Strategien für das neue Umfeld“) standen die Nutzungsarten von Immobilien im Zentrum. Und es ging –

natürlich – auch um die Aussichten. Die Stimmung im Raum war vordergründig blendend. Es wurde viel gelacht. Dabei ist das Immobiliengeschäft derzeit sehr angespannt. Im Gegensatz zum Infrastruktur-Panel war die Ausgangslage für das von Dr. Stephan Kloess, Gründer und Geschäftsführer des Immobilien-Investment-Beraters KRE Kloess Real Estate, moderierte Panel also eine andere: Angesichts steigender Zinsen, fallender Bewertungen in einzelnen Immobiliensegmenten und Sorgen im Hinblick auf den Bestand, der energetisch ertüchtigt werden muss, herrscht große Unsicherheit unter Investoren und Managern, was den fairen Wert betrifft. Das spiegelt sich im Ausbleiben von Transaktionen wider. Aktuell werden sich Käufer und Verkäufer eher selten handelseinig und warten ab. Es hat den Anschein, als traue sich kein Akteur, einen Deal zu machen. Beobachter vermuten, keiner wolle der Erste sein, der vielleicht noch ein bisschen zu viel bezahlt hat – oder der das Asset für zu wenig abgegeben hat. „Kein Investor will sich sagen lassen, dass er den Zyklus nicht beherrscht. Denn das geht auf die Reputation“, brachte Moderator Stephan Kloess die Gemengelage auf den Punkt. Es sind zu viele Unsicherheiten, die gerade keiner abschätzen mag, lautete der Tenor. Damit gehen die Anforderungen an die Rendite nach oben.

Immobilienmarkt steht unter Druck

Verliert „Betongold“ nun also seinen Glanz, nachdem ausgesuchte Wohn- und Gewerbeimmobilien und selbst risikoreichere Projektentwicklungen in den vergangenen Jahren regen Zuspruch erfahren und insbesondere in den letzten Jahren des Booms zu teils schwindelerregenden Preisen den Besitzer gewechselt haben und nun Bewertungskorrekturen drohen? Danach gefragt, ob Immobilien in Zukunft zum „Sorgenkind“ werden oder „Betongold“ bleiben, waren sich die Teilnehmer der Gesprächsrunde, darunter Thomas Gut, Head of Real Estate der Hamburger Pensionsverwaltung, allesamt einig und votierten für „Betongold“. Allerdings fragte Kloess seine Gäste nicht nach dem Zeithorizont, in dem diese Einschätzung ihre Gültigkeit haben soll. „Ich hätte geantwortet, dass es in gewissen Bereichen durchaus ein ‚Sorgenkind‘ sein kann“, so Kloess. Aber über die lange Frist schließe er sich der Auffassung seiner Gäste an. Anders ausgedrückt sind die kurzfristigen Aussichten eher durchwachsen.

Während Thomas Gut „in der aktuellen Situation des Re-Pricings“ durchaus Chancen zur Diversifizierung sieht, merkte Dr. Miriam Esders, Nachhaltigkeitsspezialistin beim Projektentwickler Freo, an, dass Immobilien hinsichtlich mangelnder ESG-Qualität zum Sorgenkind werden könnten. „Wenn man es aber richtig macht, haben wir die Chance auf Betongold. Wir sind der Meinung, dass ‚nachhaltig bauen‘, ‚nachhaltig entwickeln‘ und ‚nachhaltig investieren‘ nicht heißen muss, ich habe weniger Rendite, sondern, dass ich beides kombinieren kann“, so Esders. „Aus unserer Research-Arbeit und unserer Entwicklungspraxis wissen wir, dass es technische Lösungen gibt, um die energetische Sanierung mit möglichst

wenig Technik durchzuführen.“ Dadurch sinken die Investitions- und Betriebskosten über den Lebenszyklus, wodurch diese technisch innovativen Immobilien zu äußerst interessanten Investments werden. Fakt ist: Mit Real Estate decken die Panelisten ein Grundbedürfnis ab. Esders beobachtet jedoch eine Verschiebung. Allen voran in den Nutzungsarten Office und Gewerbliches. „Es gibt einige Herausforderungen, denen wir nur mit einem Blick über den technischen Tellerrand erfolgreich begegnen können“, sagte sie und verwies zum Beispiel auf den Klimawandel. Für Gegenwind sorgen auch die steigenden Anleiherenditen. So kündigte Thomas Gut von der Hamburger Pensionsverwaltung auf dem Immobilien-Panel an, liquide Mittel nun peu à peu in Anleihen zu investieren.

Aktuell betreut die Hamburger Pensionsverwaltung im Auftrag der verantworteten Pensionseinrichtungen als Dienstleister der betrieblichen Altersvorsorge ein breit diversifiziertes Immobilienportfolio im Wert von dreieinhalb Milliarden Euro. Es besteht zu 70 bis 80 Prozent aus einem Kernportfolio, das langfristig gehalten werde, um die Cashflows zu erreichen. „Ergänzend arbeiten wir in unserem ‚Handelsportfolio‘ mit Objekten, die wir kurz- und mittelfristig halten, um Rendite zu erwirtschaften. Wir verfolgen damit das Ziel, aus der Performance noch mehr herauszuholen“, so Gut. Die Immobilienquote im Gesamtportfolio liege zwischen 20 und 25 Prozent und solle konstant bleiben: „Wir haben genügend Alternativen, bei denen wir unsere Renditeanforderungen erfüllt sehen“, begründete Gut.

Gehen wir eine Stufe tiefer – in die Nutzungsarten. Für die Hamburger Pensionsverwaltung sei nach wie vor der Bereich Logistik interessant. „Wohnen ist wieder investierbar – wir kommen von Multiplikatoren 35- bis 38-fach und sehen heute 25- bis 27-fach – auch für eine wirklich neue und gute Immobilie“, führte Gut aus. Für die Hanseaten seien derzeit auch Büroimmobilien von großer Bedeutung, auf die etwa 42 Prozent des Portfolios entfallen. Zu- oder Verkäufe seien in nächster Zeit aufgrund wenig interessanter Preise nicht angedacht.

Mit großem Interesse verfolgt der Head of Real Estate die derzeit rückläufige Entwicklung des US-amerikanischen Immobilienmarktes. Man sei dort noch nicht investiert, betrachte die Entwicklungen aber aufmerksam: „Wenn wir meinen, dass der Boden erreicht ist, investieren wir. So haben wir es bereits in UK gemacht“. Gut verwies dazu auf eine Auswertung von Cushman Wakefield. Laut dem auf Gewerbeimmobilien spezialisierten Berater ist Großbritannien das einzige Land in Europa, in dem die Multiplikatoren im ersten Quartal stabil geblieben sind. „Wir haben Net Initial Yields von teilweise acht Prozent – in Secondaries in UK.“ Für die Akteure sind das gute Nachrichten – auch wenn Anleihen aufgrund wieder anziehender Renditen bei vielen Anlegern nun mehr und mehr ins Blickfeld rücken, wie die Expertensessions ebenfalls vor Augen geführt haben.