

Torben Dunkel

Anforderungen an eine Real-Assets-Plattform für institutionelle Investoren

Zehn Jahre nach der globalen Finanzkrise kämpfen institutionelle Investoren nach wie vor mit sehr niedrigen Renditen bei den traditionellen Anlageklassen, insbesondere bei den durch die Zentralbankpolitik auf ein außerordentlich niedriges Zinsniveau getriebenen Anleihen. Bekanntermaßen dienten die nach der Finanzkrise 2008 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen der Zentralbanken dazu, eine weitere Weltwirtschaftskrise wie die in den 1930er Jahren abzuwenden. Die Anleihen- und Aktienmärkte haben infolgedessen an Wert gewonnen und insbesondere einen seit Jahrzehnten andauernden, historischen Bullenmarkt für festverzinsliche Wertpapiere weiter befeuert.

Bedrohung der Renditen durch geopolitische Unsicherheit

Unter anderem diese Entwicklung gab Anstoß zu einer weiterführenden Diversifikation der institutionellen Anlageportfolios, auch in stärker risikotragende Assetklassen. Mit dem stetigen Rückgang der verfügbaren Zinsen auf Staatsanleihen wurde zunächst der Zinsaufschlag von Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating verstärkt genutzt.

Nachdem auch diese Renditen ein kaum mehr auskömmliches Zinsniveau erreichten, rückten beispielsweise auch Hochzinsanleihen und Aktien wieder stärker, jeweils im Rahmen der individuellen Risikotragfähigkeit, in den Fokus der professionellen Anleger. Die massiven Anleihekäufe vonseiten der Zentralbanken führten letztlich dazu, dass nahezu alle Anlageformen im Wert stiegen. Folglich wurde zwischen einzelnen Anlageklassen immer

weniger differenziert, wenn es um individuelle Vorzüge und Risikoprofile ging.

Auch wenn die Hochwassermarke der quantitativen Lockerung überschritten wurde und die Zentralbanken sich schrittweise von ihrer geldpolitischen Unterstützung verabschieden, deuten andere Faktoren darauf hin, dass die Renditen auf niedrigem Niveau bleiben dürften. Dies wäre auch der Fall, wenn die Geldpolitik langsam gestrafft wird. Die globale Finanzkrise hat dazu beigetragen, sowohl die bestehende politische Nachkriegsordnung als auch die jeweiligen Volkswirtschaften in den letzten Jahren zu schwächen.

In vielen Ländern führten eine steigende Arbeitslosigkeit, ein sinkender Lebensstandard und eine zunehmende Ungleichheit zwischen Arm und Reich in der Bevölkerung zu einer größeren geopolitischen Instabilität und einer zunehmenden Welle des Nationalismus. Infolgedessen scheint sich die Welt von dem Versuch, Herausforderungen und Probleme gemeinsam anzugehen und zu lösen, hin zu einem nationalistischeren Ansatz zu bewegen. Diese Entwicklung spiegelt sich in den Aktionen von US-Präsident Donald Trump, der steigenden Popularität nationalistischer Parteien in Europa und dem Votum des Vereinigten Königreichs für einen Ausstieg aus der Europäischen Union wider.

Die geopolitischen und wirtschaftlichen Unsicherheiten stellen daher in den kommenden Jahren, trotz des derzeit stabilen wirtschaftlichen Wachstums, höhere Renditen zumindest infrage. Dies wurde durch die jüngsten Befürchtungen hin-

sichtlich eines möglichen globalen Handelskrieges unterstrichen. In den sechs Tagen bis zum 2. Juli 2018 etwa stieg den Daten von Bloomberg nach der weltweite Anteil negativ verzinslicher Anleihen um fast 1 Billion Dollar auf 8,1 Billionen Dollar.¹⁾ Grund dafür ist die erhöhte Risikoaversion, die zu einer neuerlichen Flucht der Investoren in eine vermeintliche Sicherheit führte.

Attraktivität von Sachwerten

Was also können europäische institutionelle Investoren tun, um die Herausforderung niedriger Anleiherenditen zu bewältigen? Viele der Investoren setzen auf sogenannte alternative Investments, zu denen Immobilien und Infrastrukturanlagen zählen. Vor dem Hintergrund der langjährigen Tätigkeit für die Muttergesellschaft Aviva plc, eine große Versicherungsgesellschaft, weiß Aviva Investors um die Attraktivität dieser Assetklasse und investiert schon lange im Bereich alternativer Anlagen.

Institutionelle Investoren wurden von den höheren Renditeerwartungen der sogenannten Private Assets gegenüber öffentlich gehandelten Vermögenswerten mit weitgehend ähnlicher Bonität angelockt. Dabei profitieren sie bei den alternativen Investments unter anderem von einem Renditeaufschlag durch die Illiquiditätsprämie sowie von weiteren Vorteilen wie stabile Cashflows, höhere Diversifikation und der Möglichkeit einer Besicherung eingegangener Risiken, im Unterschied zu den Auswirkungen einer Korrektur an den börsennotierten Märkten.

All diese Faktoren haben die Argumente für eine erhöhte Allokation in Private Assets verstärkt. Doch mit dem sich abzeichnenden Ende der Ära von quantitativer Lockerung vonseiten der Zentralbanken und den steigenden Zinsen stellen sich den Investoren neue Fragen und Herausforderungen: Sind auf den privaten, nichtbörsennotierten Märkten noch ausreichende Margen zu finden? Und wird das seit Langem ruhende Credit-Risiko wieder etwas sein, vor dem es sich zu fürchten gilt?

Regulatorische Faktoren

Das sich verändernde Investmentumfeld dürfte sich auch auf die Portfolio-Allokation institutioneller Investoren auswirken. Zudem stehen sowohl Pensionsanleger als auch Versicherungsunternehmen vor komplexen organisatorischen und regulatorischen Herausforderungen. So müssen die Versicherer beispielsweise die sich entwickelnden risikobasierten Kapitalanforderungen unter der Solvency-II-Richtlinie der Europäischen Union berücksichtigen.

Unter dem Solvency-II-System profitieren einige alternative Investments nun von reduzierten Kapitalkosten nach der Standardformel, einschließlich qualifizierter Infrastrukturanleihen und Infrastrukturaktien. Darüber hinaus können bestimmte Immobilienfinanzierungen einen Nutzen von reduzierten Kapitalkosten erzielen, welche die Sicherheit der zugrunde liegenden Finanzierungen widerspiegeln.

Die jüngst durchgeführte Studie zu alternativen, ertragsorientierten Investments²⁾ zeigt, dass viele Versicherungsunternehmen und Pensionsanleger in Großbritannien und Kontinentaleuropa versuchen, ihre Mittelzuweisungen unter anderem für Infrastrukturinvestments, Immobilienanleihen und private Unternehmensanleihen zu erhöhen.

Insgesamt planen die Versicherer in Kontinentaleuropa (Dänemark, Frankreich, Deutschland, Irland, Niederlande, Norwegen, Schweden und die Schweiz), ihren

Anteil an alternativen ertragsorientierten Investments von 6,5 Prozent auf 9,2 Prozent ihres Portfolios zu erhöhen. Die britischen Versicherer streben eine niedrigere Zuteilung von 8,3 Prozent an, gegenüber einem aktuellen Durchschnitt von 7,3 Prozent.

Wachsende Nachfrage nach alternativen Investments

Auch die Finanzierungsvehikel für Pensions- und Rentenzahlungen planen, ihre Anlagen in diesem Bereich allgemein auszubauen. So beabsichtigen die europäischen Pensionskassen, ihre alternativen Allokationen von 5,2 Prozent auf 7,3 Prozent ihres Portfolios zu erhöhen, während die britischen Pensionskassen einen Anstieg von 4,3 Prozent auf 6,5 Prozent einplanen.

Diese wachsende Nachfrage bei Versicherern und Pensionsfonds erklärt, warum eine moderne institutionelle Anlageplattform alternative, ertragsorientierte Vermögenswerte beinhalten sollte. Aus diesem Grund hat Aviva Investors kürzlich seine Immobilien- und Infrastrukturgeschäfte mit denen für privates Fremdkapital auf einer gemeinsamen Real-Assets-Plattform zusammengeführt, die in etwa 37 Milliarden Pfund umfasst. Dabei ist klar, dass diese verschiedenen Anlagestrategien zunehmend miteinander verflochten sind und es für institutionelle Investoren sinnvoll ist, die Expertise der jeweils unterschiedlichen Teams auf einer einzigen Plattform zu bündeln.

Blick ins Ausland

Jede Plattform im Bereich der Real Assets sollte den Investoren auch den Zugang zu Investmentchancen außerhalb ihres Heimatmarktes ermöglichen. Die Befragten der Studie etwa erwarten mehrheitlich die besten alternativen Anlagemöglichkeiten im Ausland. Die Ergebnisse zeigen, dass eher Pensionsfonds als Versicherer gewillt sind, solche Investitionen außerhalb Europas zu tätigen. Deshalb ist es wichtig, dass eine Real-Assets-Plattform von einem Asset Manager bereitge-



Foto: Aviva Investors

Torben Dunkel



Head of Institutional Client Solutions für Deutschland, Österreich und die Schweiz (DACH), Aviva Investors, Frankfurt am Main

Dass das unruhige geopolitische Umfeld mit seinen diversen Unwägbarkeiten derzeit in besonderem Maße zu einer Verunsicherung der Märkte beiträgt, hat aus Sicht des Autors die Offenheit institutioneller Anleger für alternative Investments noch einmal gestärkt. Und je nach Abgrenzung zählt er zu dieser Asset Klasse nicht nur Hedgefonds, sondern auch Private debt, Infrastruktur und Kreditfonds und nicht zuletzt Immobilien. Einen besseren, weil effizienteren Zugang zu einer Vielzahl solcher alternativer Vermögenswerte sieht er in Plattformkonzepten. (Red.)

stellt und angeboten wird, der idealerweise auch über überregionale Kompetenz verfügt.

Die angebotenen Investmentstrategien können dabei auch hybrider Natur sein. So könnte beispielsweise eine kontinentaleuropäische Long-Lease-Strategie darauf abzielen, einen sicheren und vorhersehbaren Cashflow aus überwiegend indexgebundenen und langlaufenden Mietverträgen zu erzielen. Durch den langfristigen Charakter solcher Mietverträge des Fonds wird das Credit-Research ebenso wichtig wie die eigentliche Immobilienrecherche und -analyse. Eine solche Strategie ermöglicht es Investoren, nicht nur von einer bei Immobilieninvestments anfallenden Illiquiditätsprämie, sondern auch vom Inflationsschutz durch



Verlag und Redaktion:

Verlag Fritz Knapp GmbH
Aschaffener Str. 19, 60599 Frankfurt,
Postfach 70 03 62, 60553 Frankfurt.

Telefon: (069) 97 08 33 - 0, Telefax: (069) 7 07 84 00
E-Mail: red.zfgk@kreditwesens.de
Internet: www.kreditwesens.de

Herausgeber: Klaus-Friedrich Otto

Chefredaktion: Dr. Berthold Morschhäuser (Mo),
Philipp Otto (P.O.)

Redaktion: Swantje Benkelberg (sb), Philipp Hafner (ph),
Hanna Thielemann (ht), Frankfurt am Main

Redaktionssekretariat und Layout: Patricia Appel

Die mit Namen versehenen Beiträge geben nicht immer die Meinung der Redaktion wieder. Bei unverlangt eingesandten Manuskripten ist anzugeben, ob dieser oder ein ähnlicher Beitrag bereits einer anderen Zeitschrift angeboten worden ist. Beiträge werden nur zur Alleinveröffentlichung angenommen.

Die Zeitschrift und alle in ihr enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig.

Manuskripte: Mit der Annahme eines Manuskripts zur Veröffentlichung erwirbt der Verlag vom Autor das ausschließliche Verlagsrecht sowie das Recht zur Einspeicherung in eine Datenbank und zur weiteren Vervielfältigung zu gewerblichen Zwecken in jedem technisch möglichen Verfahren. Die vollständige Fassung der Redaktionsrichtlinien finden Sie unter www.kreditwesens.de.

Verlagsleitung: Philipp Otto

Anzeigenleitung: Timo Hartig

Anzeigenverkauf: Hans-Peter Schmitt,
Tel. (069) 97 08 33-43

Zurzeit ist die Anzeigenpreisliste Nr. 60 vom 1.1.2018 gültig.

Zitierweise: KREDITWESEN

Erscheinungsweise: am 1. und 15. jeden Monats.

Bezugsbedingungen: Abonnementspreise inkl. MwSt. und Versandkosten: jährlich € 610,49, bei Abonnements-Teilzahlung: 1/2-jährlich € 313,67, 1/4-jährlich € 160,00. Ausland: jährlich € 632,81. Preis des Einzelheftes € 25,00 (zuzügl. Versandkosten).

Verbundabonnement mit der Zeitschrift »bank und markt«: € 930,63, bei Abonnements-Teilzahlung: 1/2-jährlich € 488,62, 1/4-jährlich € 256,27. Ausland: jährlich € 957,98.

Studenten: 50% Ermäßigung (auf Grundpreis).

Der Bezugszeitraum gilt jeweils für ein Jahr. Er verlängert sich automatisch um ein weiteres Jahr, wenn nicht einen Monat vor Ablauf dieses Zeitraumes eine schriftliche Abbestellung vorliegt. Bestellungen direkt an den Verlag oder an den Buchhandel.

Probeheftanforderungen bitte unter
Tel.: (069) 97 08 33-25.

Bei Nichterscheinen ohne Verschulden des Verlags oder infolge höherer Gewalt entfallen alle Ansprüche.

Bankverbindung: Frankfurter Sparkasse,
IBAN: DE68 5005 0201 0200 1469 71, BIC: HELADEF1822.

Druck: Hoehl-Druck Medien + Service GmbH,
Gutenbergstraße 1, 36251 Bad Hersfeld.

ISSN 0341-4019

Indexierung der Mieteinnahmen sowie Diversifizierung jenseits von festverzinslichen Wertpapieren zu profitieren.

Dieses Beispiel aus dem Immobilienbereich zeigt, wie langfristig orientierte Investoren eine größere Sicherheit über den zeitlichen Verlauf zukünftiger Cashflows und den Umfang der tatsächlich zu erwartenden Renditen gewinnen können. Egal ob es darum geht, das Exposure bei Immobilieninvestments zu reduzieren oder aber Erträge für das Liability Matching zu erwirtschaften: Lösungen aufgrund langlaufender Mietverträge können zu sichereren Anlageergebnissen beitragen und das Marktrisiko reduzieren.

Dies liegt zum einen daran, dass sich diese Investments auf qualitativ hochwertige Immobilienobjekte mit langlaufenden Mietverträgen konzentrieren. Zum anderen sind die Investitionen so strukturiert, dass ein hoher Anteil des Immobilienwertes aus dem anleiheähnlichen, vertragsgemäßen Einnahmestrom und weniger aus dem Endwert der Immobilie zum Zeitpunkt der Rückabwicklung des Mietvertrages nach Ablauf des Mietverhältnisses resultiert. In der Zwischenzeit können die Investoren von einer engeren Abstimmung der Laufzeiten ihrer Verbindlichkeiten und Anlagen profitieren. Die Mieten können an den Einzelhandelspreisindex oder den Verbraucherpreisindex gekoppelt sein oder sie unterliegen festen Erhöhungen und bieten einen Inflationsschutz.

Rendite, Diversifizierung, Sicherheit

Beim Aufbau einer Real-Assets-Plattform ist die Erfahrung im Private-Debt-Segment sicherlich entscheidend. Viele institutionelle Investoren suchen nach Vermögenswerten, die Teil ihrer einkommenstragenden Anlagestrategien sein und die eine sichere Erreichung bestimmter langfristiger Verbindlichkeiten unterstützen können.

Dabei wollen die Investoren in der Hauptsache vor allem drei Dinge: Erstens eine erhöhte Rendite infolge der Illiquiditätsprämie. Zweitens eine Diversifizierung

des gesamten Kreditrisikos auf Ebene des Gesamtportfolios. Das bedeutet für Investoren nicht notwendigerweise nur ein geringeres Risiko einzugehen, sondern sie sollten vielmehr in der Lage sein, das Risikoniveau der zugrunde liegenden Vermögenswerte einzuordnen und sich damit im Portfoliokontext wohl zu fühlen.

Drittens ist die Sicherheit ein entscheidender Faktor. Vorrangig besicherte Papiere oder sogar Super-Senior-Papiere sind essenziell, da deren Cashflows gegen die zugrunde liegenden Vermögenswerte abgesichert sind. Hierzu zählt etwa auch die Verhandlung eines Vorauszahlungsschutzes in individuellen Transaktionen.

Zugang zu vielen Vermögenswerten

Es erscheint sinnvoll, Investoren den Zugang zu diesen Strategien über vielfältige Strukturierungslösungen im Zusammenhang mit einer eigenen Strukturierungsplattform zu ermöglichen. Dies könnte exemplarisch im Rahmen des luxemburgischen Reserved-Alternative-Investment-Fund-(RAIF)-Regime erfolgen. Hierdurch sollten investorenspezifische Lösungen angeboten werden. So ist beispielsweise der Aviva Investors European Infrastructure Debt Fund im Kontext einer luxemburgischen Struktur erhältlich.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Nachfrage nach Real Assets bei institutionellen Investoren weiterhin stark steigt. Die Wahrscheinlichkeit, dass die Renditen für festverzinsliche Instrumente über viele Jahre hinweg weiterhin auf relativ niedrigem Niveau bleiben dürften, legt zudem einen weiteren Anstieg dieser Nachfrage nahe. Investoren sollten sich anhand der jeweiligen Plattformen orientieren, um bestehende Chancen voll ausschöpfen zu können. Diese Plattformen bieten einen effizienten Zugang zu einer Vielzahl alternativer Vermögenswerten wie Immobilien, Infrastruktur und Private Debt.

Fußnoten

- 1) Bloomberg, 20. Juni 2018; www.bloomberg.com
- 2) Aviva Investors Alternative Income Studie 2018