



**Patrick Maurenbrecher** ist seit 2017 geschäftsführender Partner und Investmentchef des Kontora Family Office. Vor seinem Wechsel zu den Hamburgern im Jahr 2013 war er für die DZ-Bank-Tochter VR Corporate in der M&A-Beratung tätig.

FOTOS: ROBERT SCHLOSSNICKEL

# „Zum Bauchgefühl gibt es harte Kriterien“

Das Kontora Family Office ist über die Jahre von 15 auf 55 Mitarbeiter angewachsen. Wie man die Erfolgsfaktoren der Anfangszeit zu institutionalisieren versucht, erklärt Geschäftsführer Patrick Maurenbrecher

**private banking magazin: Beim Kontora Family Office hat man jüngst einen Investmentprozess erarbeitet, der für alle Anlagentypen gilt. Warum das Ganze?**

**Patrick Maurenbrecher:** Wie in der Wissenschaft hätten wir Investoren gerne, dass wenn man A unternimmt, immer B als Ergebnis herauskommt. Berechenbar und verlässlich. Nur ist es beim Investieren leider nicht so. Wir haben uns gefragt, wie wir dennoch einen nachvollziehbaren Invest-

mentprozess bei uns etablieren können. Denn es gibt ja erfolgreiche Investoren, die die Aufgabe gelöst haben, im Rahmen des Möglichen die Wahrscheinlichkeit eines positiven Ergebnisses zu erhöhen.

**An wen denken Sie da?**

**Maurenbrecher:** Das sind Investorengrößen wie Warren Buffett, Howard Marks oder Seth Klarman – alle mit einer überdurchschnittlichen Rendite Jahr für Jahr.

Deren bewährten Prinzipien folgen wir schon seit Jahren. Gerade die von Seth Klarman beschriebene „Margin of Safety“ ist ein wesentlicher Bestandteil unseres Konzepts. Unser Unternehmen gibt es seit 14 Jahren, und in der Zeit haben die von uns empfohlenen und von den Mandanten umgesetzten Investments eine IRR von 14,3 Prozent erreicht. Wir sprechen hier von etwa 150 Investments, von denen lediglich drei eine negative Rendite hatten.

Das Entscheidende ist dabei aber nicht, welche Investments wir getätigt haben, sondern welche nicht.

**Gibt es denn eine Art Tagebuch der nicht-getätigten Investments?**

**Maurenbrecher:** Jede Entscheidung des Investmentkomitees wird natürlich festgehalten. Denn es geht um Mustererkennung. Wann haben wir investiert, wo nicht. Beispielsweise hatte sich eine Kollegin ein Pfandhaus-Investment 2015 angeschaut, die Due Diligence durchgeführt und ihre Bewertung festgehalten. Das Investment haben wir damals nicht getätigt. Wie wir heute wissen, mit gutem Recht, denn das Investment ist geplatzt. Das Geschäftsmodell war zwar verständlich, aber die Gesamtschau des Investments rief bei der Kollegin ein ungutes Gefühl hervor.

**Hört sich nach Bauchgefühl und weniger nach Prozess an.**

**Maurenbrecher:** Das Investment durchläuft zuerst unseren Prozess. Aber der Mensch und damit die Berufserfahrung spielen natürlich eine Rolle. Auch wenn wir das wissenschaftlich Nachvollziehbare in unseren Investmentprozess bringen wollen, heißt das nicht, dass wir Zahlen in ein System einspielen, welches dann ein Chance-Risiko-Verhältnis ausspuckt, nach dem wir investieren. Es gibt beim Gefühlsthema auch Kriterien.

**Zum Beispiel?**

**Maurenbrecher:** Nehmen Sie das Thema „Skin in the Game“. Hat der Asset Manager in das Investment 10 Millionen Dollar aus dem eigenen Vermögen gesteckt, ist das ein sehr starkes Signal. Dann wird das Bauchgefühl zu einem harten Kriterium.

**Sucht Kontora grundsätzlich Asset Manager mit einer unternehmerischen Denke?**

**Maurenbrecher:** Wir suchen definitiv nur solche, die eigenes Geld investieren. In Deutschland ist das unter den liquiden Asset Managern leider wenig verbreitet.

**Aus welchen Bausteinen besteht denn künftig der Kontora-Investmentprozess?**

**Maurenbrecher:** Eigentlich hat sich der Prozess über viele Jahre nicht verändert, wir haben ihn jüngst aber stärker formalisiert. So haben wir nun eine Prüfliste mit acht Hauptkriterien erarbeitet, unter denen sich aber wiederum weitere Einzelkriterien anschließen. Vieles davon sind

klassische Aspekte aus dem Kanon des Value Investments. Zu den Hauptkriterien gehören neben Skin in the Game noch die Integrität des Managements, Quellen der Wertgenerierung und die Downside Protection. Darüber hinaus ist eine Einschätzung zum Chance-Risiko-Verhältnis abzugeben sowie zu analysieren, welche Vorteile der zu prüfende Asset Manager hat. Außerdem ordnen wir jedes potenzielle Investment in die strategische Vermögensallokation ein und analysieren, ob der aktuelle Investitionszeitpunkt im Wirtschaftszyklus für das Investment vorteilhaft oder nachteilig ist. Darunter sind mit Abstand Skin in the Game und die Downside Protection die wichtigsten.

**Warum überhaupt die Überarbeitung?**

**Maurenbrecher:** In den Anfangsjahren bestand das Family Office aus etwa fünfzehn Mitarbeitern. Zu diesem Zeitpunkt wurden Investmentempfehlungen an einem Tisch getroffen. Alle Hauptentscheider hatten damals ohnehin die gleiche Investmentdenke, bestehend aus der Überzeugung Ineffizienzen auszunutzen und möglichst gering korrelierten Portfolios über viele Asset-Klassen zusammenzustellen. Man benötigt dann keinen allzu formalen Prozess. Heute besteht unsere Mannschaft aber aus 55 Köpfen, und deswegen war vergangenes Jahr die Frage, wie man die Qualität des Investmentprozesses auch in einer größeren Einheit sicherstellt. Haben alle das gleiche Verständnis von Chancen und Risiken oder auch von Wachstum? Letzteres ist nach unserem Dafürhalten nicht per se ein Erfolgskriterium, sondern nur dann, wenn es Mehrwert über den zusätzlichen Kapitaleinsatz erwirtschaftet. Solche Auffassungen haben wir im Prozess institutionalisiert.

**Wie läuft der Prozess ab?**

**Maurenbrecher:** Wir prüfen über alle illiquiden Anlageklassen etwa 300 Investments jedes Jahr. Die liquiden Themen sind noch mal separat. Die erste Entscheidung ist dann anschauen oder nicht anschauen. Die meisten Investmentprojekte fliegen da sofort raus. Dann gibt es die interessanteren. Das sind die besagten 300 Investments. Wir schauen uns erste Unterlagen an und sprechen mit dem Asset Manager. Es wird weiter geprüft und verdichtet. Letztlich schlagen wir unseren Mandanten nur etwa zwanzig Investments pro Jahr vor.

**Wie schließt man im fortgeschrittenen Prozess Investments aus, mit denen man sich bereits angefreundet hat?**

**Maurenbrecher:** Ein wichtiger Punkt. Ist ein Kollege von einer Investmentidee überzeugt, bringt er sie ins zehnköpfige Investmentkomitee ein. Jeder hat sich dann intensiv mit dem vorgeschlagenen Investment beschäftigt. Was dann folgt, ist ein sogenanntes Pre-Mortem – ganz nach Nobelpreisträger Daniel Kahnemann. Jeder stellt sich vor, was nach Ablauf des Investments in beispielsweise fünf Jahren schiefgegangen sein könnte, und schreibt das Szenario in drei Minuten auf. Warum ist es schiefgegangen, was hätten wir tun können? Diese zehn Zettel bekommt unser Kollege dann für die Due-Diligence-Prüfung mitgegeben und muss diese adressieren. Nur wenn dies überzeugend gelingt, fliegt das Investment nicht raus.

**Letztlich spielt bei Ihnen jedes für gut befundene Investment in eines von drei Segmenten der Gesamtallokation hinein. Das Rententhema sucht man da vergebens.**

**Maurenbrecher:** Unser Allokationsmodell spiegelt unsere Auffassung der Investmentprofile und Korrelationen wider und ist letztlich schon Jahrhunderte alt. Man findet ein ähnliches Allokationsmodell bereits in der jüdischen Thora. Für uns sind unternehmerische Beteiligungen, also Aktien, Private Equity oder auch Direktbeteiligung, das gleiche Risiko, nämlich Cashflows von Unternehmen. Daher sehen wir all diese Anlagentypen in der Gesamtallokation als eine Anlageklasse. Die zweite Asset-Klasse ist alles, was mit Immobilien zu tun hat: Projektentwicklungen, Bestandsimmobilien, Wohnen, Gewerbliches, Hotels. Die dritte Anlageklasse nennen wir Alternative Investments. Das umfasst alle Themen, die nichts mit Real-Estate- oder Corporate-Themen zu tun haben. Dort finden sich dann auch Darlehen, also Schulden, neudeutsch Private Debt. In Krisenphasen helfen diese Investmentthemen, ein Portfolio zu diversifizieren, während die Real-Estate- und Corporate-Themen in der letzten Finanzkrise 2008 schon eng miteinander korrelierten. Ein Investment in eine Kakao-plantage hingegen hat mit einer Finanzkrise recht wenig zu tun. Natürlich gibt es keine verlässliche Nullkorrelation, aber sie fallen deutlich geringer aus und stabilisieren damit die Gesamtportfolios der Mandanten. ■ Das Gespräch führte Ansgar Neisius