

Auf keinen Fall als Exoten betrachten

Alternative Investments sind sehr unterschiedlich in den institutionellen Portfolios verbreitet. Ihre Besonderheiten erfordern Zeit beim Aufbau, Kapazitäten für das laufende Management und eine adäquate Performance-Messung, analysiert **Manfred Mönch**.

Der Anlagenotstand institutioneller Investoren ist groß. Mit festverzinslichen Wertpapieren sind die versprochenen Leistungen kaum mehr zu erwirtschaften. Infolgedessen müssen die Kapitalsammelstellen der Altersvorsorge neue Renditequellen identifizieren und sich neue Asset-Klassen erschließen. Sachwerte versprechen nachhaltige und stabile Cashflows, unabhängig von Wirtschaftszyklen und Kapitalmarktentwicklungen. Kein Wunder, dass Real Assets wie Immobilien, Infrastrukturanlagen oder Private Equity in aller Munde sind.

Viele Veröffentlichungen und Diskussionen betonen eine hohe Nachfrage nach Real Investments. Doch inwiefern finden sich diese Investitionsabsichten tatsächlich in den Portfolios der Investoren wieder? Wie leicht ist der Zugang zu Investitionen oder behindern regulatorische und bilanzielle Rahmenbedingungen die Umsetzung? Ist ausreichend Angebot für die Absorption der Nachfrage vorhanden? Inwiefern eignen sich Alternatives überhaupt, um das drängende Problem der Investoren kurzfristig zu lösen, und wie gelingt die Einbindung der Assets in das Reporting und Risikomanagement?

Für den folgenden Bericht wurden Portfolios mit einem Anlagekapital von mindestens 200 Millionen Euro von über 60 Pensionskassen und über 40 Versorgungswerken mit Stand Ende 2013 untersucht.

Verbreitung alternativer Investments bei Pensionskassen und Versorgungswerken

Bei der Penetration institutioneller Portfolios mit alternativen Investments müssen Asset-Klassen unterschiedlicher Reife differen-



CV

Manfred Mönch

Seit Juli 2014

Gesellschaft für Analyse und Consulting (GAC), GF

2012 – 2014

SF II, Leiter Business Develop.

2011

CFA Charterholder

2006 – 2012

LGT, Alternative Investments

2005 – 2006

Real I.S., Bereichsleiter

2003 – 2005

UBS, Analyst

1995 – 2003

KGAL, Projektleiter

ziert werden. Insgesamt sind die Verbreitung der jeweiligen Asset-Klassen bei den Investoren (vergleichen Sie dazu auch die Abbildung 1 auf Seite 46) und ihre Bedeutung im Portfolio-kontext (vergleichen Sie dazu auch die Abbildung 2 auf der Seite 48) sehr unterschiedlich.

Immobilien

Immobilien haben in der Kapitalanlage vieler institutioneller Investoren eine lange Tradition. Die Verbreitung ist dementsprechend sehr hoch: Alle untersuchten Versorgungswerke besitzen eine Allokation in Immobilien. Bei Pensionskassen ist die Penetration mit fast 80 Prozent ebenfalls sehr hoch. Lässt man die von Versicherungen in 2003 gegründeten überbetrieblichen Wettbewerbspensionskassen, die ihr Anlagekapital fast ausschließlich in festverzinsliche Wertpapiere investiert haben, außer Acht, liegt die Quote auch bei Pensionskassen bei rund 90 Prozent. Am Gesamtkapital der untersuchten Versorgungswerke beträgt der Immobilienanteil rund 12 Prozent, bei Pensionskassen rund 6 Prozent. Neun Versorgungswerke haben sogar eine Allokation von über 20 Prozent.

Der Großteil der Investoren hält einen eigenen Immobilienbestand vor: Über 80 Prozent der Versorgungswerke und fast 60 Prozent der Pensionskassen investieren direkt in Immobilien. Die durchschnittliche Quote aktiver Investoren beträgt rund 5 Prozent ihrer jeweiligen Mittel. Neun Investoren haben eine Quote von mehr als 10 Prozent.

Sechs Versorgungswerke und zwölf Pensionskassen investieren in Immobilien ausschließlich indirekt, also über Fonds oder gemanagte Individualmandate. Die meisten Investoren

1/1 ANZEIGE

jedoch haben sowohl direkte als auch indirekte Immobilienanlagen. Fondsanlagen dienen insbesondere dazu, innerhalb der Asset-Klasse über Regionen, Stile und Sub-Asset-Klassen (Wohnen, Hotels, Einzelhandel, Logistik, Core, Core+, Value Added, Opportunistisch und so weiter) zu diversifizieren. Inzwischen übersteigt das Volumen indirekter Investitionen den direkten Immobilienbestand.

Immobilieninvestitionen wurden insbesondere seit der Finanzkrise verstärkt. Vor fünf Jahren lag die Quote bei Versorgungswerken noch deutlich unter 10 Prozent und bei Pensionskassen deutlich unter 5 Prozent. In den letzten beiden Jahren mehrten sich allerdings Aussagen der Investoren, dass insbesondere das Angebot an Investitionen in Core-Objekte zu adäquaten Preisen die Nachfrage kaum mehr decken kann. Insbesondere großvolumige Investoren tun sich schwer, ihre Quote nachhaltig zu erhöhen.

Darlehen

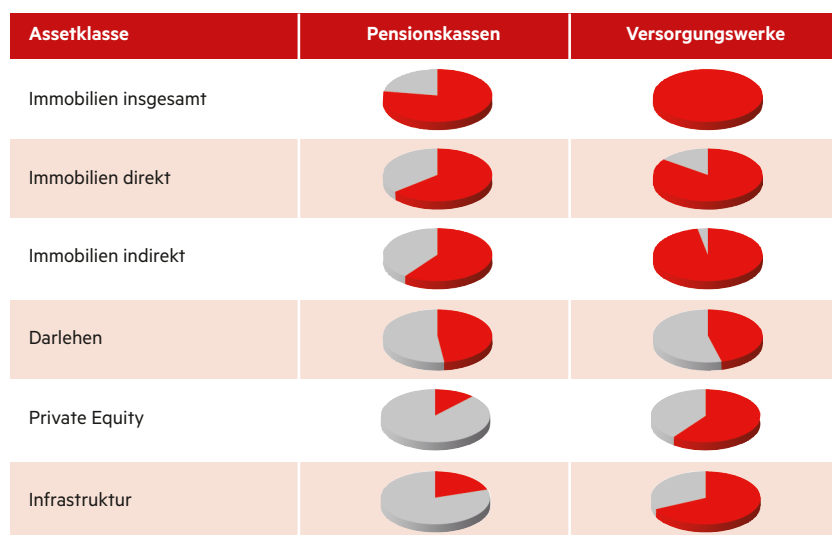
Zu den Real Assets können auch Darlehen gezählt werden, da sie meist Sachwerte zur Grundlage haben. Historisch haben insbesondere einige Versorgungswerke hohe Bestände an Immobilienfinanzierungen für Mitglieder aufgebaut. Insgesamt rund 50 Investoren weisen Bestände aus, wobei bei knapp der Hälfte der Anteil am Gesamtvermögen mit unter 0,5 Prozent keine strategische Bedeutung hat. Die durchschnittliche Quote aller aktiven Investoren beträgt 2 bis 3 Prozent, einige Investoren weisen aber auch Quoten von 10 Prozent und mehr aus.

Während die „kleinteiligen“ Hypothekenfinanzierungen aufgrund des gesunkenen Zinsniveaus in den letzten Jahren stark abnehmen, bauen einige Investoren Bestände an großvolumigen Finanzierungen auf. Insbesondere gewerbliche Finanzierungen im Immobilienbereich spielen eine Rolle, aber auch die Finanzierung von Flugzeugen oder Infrastrukturmaßnahmen. Darauf spezialisierte Fonds (Real Estate Debt, Infrastructure Debt, Private Debt) gewinnen nur langsam an Bedeutung. Vermutlich weil die erzielbaren Renditen im Bereich der gesuchten Finanzierungen für Core Assets eine Management-Gebühr kaum zulassen, während opportunistischere Debt Funds nicht immer ins Anlageraster institutioneller Investoren passen.

Private Equity

Ebenfalls bereits eine lange Geschichte haben Unternehmensbeteiligungen aufzuweisen, eini-

Abb. 1: Anteil institutioneller Investoren mit alternative Investments



Quelle: GAC

„Nur ein über mehrere Jahre aufgebautes, breit diversifiziertes und nachhaltiges Portfolio kann stabile Erträge bei einem angemessenen Risiko liefern. Sachwerte sollten nicht als ‚Exoten im Gesamtportfolio mitverwaltet‘ werden.“

ge Investoren sind seit mehr als zehn Jahren investiert. Eine direkte Investition ist sowohl in der Anbahnung als auch im Management aufwendig. Die Investition erfolgt in der Regel über Private-Equity-Fonds, aufgrund des großen Investment-Universums häufig über Dachfonds. Investitionen in Unternehmensbeteiligungen scheinen ihre Investorenbasis aber nur noch langsam zu verbreitern, insbesondere bei Pensionskassen finden sie sich deutlich seltener in den Depots.

Bei rund 60 Prozent der Versorgungswerke, aber bei weniger als 20 Prozent der Pensionskassen findet sich eine explizite Quote für Private Equity. Bei den Pensionskassen mit einem Anlagevolumen von über 1 Milliarde Euro ist immerhin fast jeder Dritte aktiv. Der Anteil von Private-Equity-Investitionen an der Gesamtallokation der untersuchten Investoren liegt infolgedessen bei Pensionskassen unter 1 Prozent und bei Versorgungswerken bei rund 2 Prozent. Bei den in dieser Asset-Klasse aktiven Investoren, die einen expliziten Ausweis vornehmen, betrug das Exposure 2 bis 4 Prozent, in Einzelfällen bis zu 8 Prozent.

Infrastruktur

Die Asset-Klasse ist noch jung. Die ersten Investments wurden überwiegend in den letzten 2 bis 3 Jahren getätigt. Dennoch sind Infrastrukturinvestitionen bereits weiter verbreitet als Private Equity. Bei 70 Prozent

1/1 ANZEIGE

der Versorgungswerke und nahezu jeder vierten Pensionskasse finden sich Investitionen, allerdings noch auf geringem Niveau und mit entsprechend geringem Anteil am Gesamtvermögen (< 1 Prozent). Getätigte Fondsinvestitionen werden sich über Kapitalabrufe und Investitionsfortschritte erst in den Folgejahren materialisieren. Häufig haben Investoren den Einstieg über erneuerbare Energien gefunden.

Sonstige alternative Investments

Commodities spielen in der Asset Allocation von Pensionskassen und Versorgungswerken keine bedeutende Rolle. Eine Pensionskasse hält einen Bestand an Gold, immerhin mit einer Quote von 6 Prozent. Einige weitere Kassen und Werke halten indirekte Rohstoffinvestitionen über Fonds oder Hedgefondsstrategien.

Hedgefonds haben sich nur bei wenigen institutionellen Investoren durchsetzen können. Bei zehn Investoren wird die Asset-Klasse aktiv betrieben, wobei fünf davon von dem gleichen Anlageberater betreut werden. Drei Pensionskassen haben Hedgefondsbestände auf Basis einer kapitalgarantierten Schuldverschreibung, so dass Kursverluste weitestgehend vermieden werden sollen. In den letzten Jahren haben einige wenige Investoren ihre Bestände abgebaut oder ihr Engagement beendet, so dass insgesamt eher von sinkenden Beständen ausgegangen werden kann.

Die Vielfalt an Real Assets ist groß. Einige Investoren haben bereits vor Jahren begonnen, in Timber (Waldbestände) zu investieren, immerhin neun Investoren halten hier Bestände. Aktuell befinden sich operative Flugzeugfonds in der Platzierung, werden aber erst 2014 oder 2015 mit fortschreitender Platzierung und Investition Niederschlag in den Portfolios finden.

Der Aufbau einer nachhaltigen Quote benötigt Zeit

Investitionen in Immobilien können die meisten Investoren selbst darstellen. In der Regel halten Institutionen eigenes Personal vor, das die Auswahl und das laufende Management übernimmt. Allerdings sind Direktinvestitionen in der Regel auf den Standort Deutschland beschränkt. Insbesondere hier stellt sich die Investition in Core-Immobilien an A-Standorten zunehmend als schwierig dar, weil das Angebot die Nachfrage kaum mehr decken kann. Dementsprechend sind die Einstandsrenditen erheblich, teilweise unter 4 Prozent gesunken.

KEY FACTS

- **Auf der Suche nach Rendite rücken Alternatives weiter in den Fokus vieler Anleger, die Verbreitung in den Portfolios ist je nach Asset-Klasse und Investor sehr differenziert, insgesamt mit der Ausnahme von Immobilien aber noch auf einem niedrigen Niveau.**
- **Immobilien sind bei Versorgungswerken und Pensionskassen größenunabhängig nahezu flächendeckend verbreitet; Private Equity wird von einer Reihe überwiegend großvolumiger Investoren genutzt, vergrößert aber zuletzt kaum weiter seine Investorenbasis, während sich Infrastrukturinvestitionen auf auf noch niedrigem Niveau schnell bei zahlreichen Investoren durchsetzen konnten.**
- **Für den Aufbau eines nachhaltigen Exposures mit spürbaren Auswirkungen auf die Gesamt-Performance werden mehrere Jahre benötigt; die Performance alternativer Asset-Klassen ist relativ intransparent und schwer vergleichbar.**

Insbesondere großvolumige Investoren tun sich schwer, ihre Immobilienquote nachhaltig zu erhöhen.

Innerhalb des Immobiliendirektbestandes werden häufig erhebliche stille Reserven gebildet. Allein Pensionskassen wiesen Ende 2013 stille Reserven auf ihre Immobilienbestände von über 1,2 Milliarden Euro aus. Das waren mehr als 40 Prozent der ausgewiesenen Buchwerte. Aufgrund der laufenden bilanziellen Abschreibung steigen stille Reserven bei Direktinvestitionen auch ohne wesentliche Marktwertsteigerungen kontinuierlich an. Diese Bewertungsreserven können auch ohne Verkauf der Immobilien gehoben werden, indem sie an eine eigene Gesellschaft zum Marktwert übertragen werden. Aufgrund des meist geringen Buchwertes kann der laufende Ertrag eines alten Immobilienbestandes einen nennenswerten Beitrag zur Nettoverzinsung liefern.

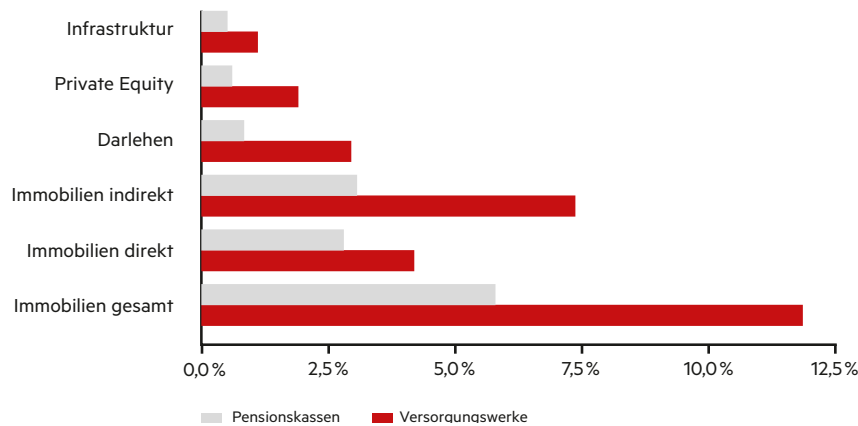
Die Performance von Immobilien war in den letzten Jahren sehr unterschiedlich. Während mit Wohnimmobilien in Deutschland insbesondere seit der Finanzkrise (im Gegensatz zu den 15 Jahren zuvor) beachtliche Renditen erzielbar waren, lag die Rendite bei europäischen Büroimmobilien in den letzten Jahren unter dem Durchschnitt. Bei zahlreichen Fonds mussten Abschreibungen vorgenommen werden.

Im Bereich Private Equity ist das Universum an Fonds sehr groß und unübersichtlich. Viele Investoren greifen auf Dachfonds zurück, die für eine breite Streuung sorgen, allerdings aufgrund der Fondskosten zu Lasten der Rendite. Der Aufbau eines Private-Equity-Portfolios benötigt aufgrund der erfolgreichen Kapitalabrufe meist mehrere Jahre. Overcommitments und die Beimischung von Secondaries können den Prozess beschleunigen.

Private Equity Investments sind meist von dem J-Curve-Effekt geprägt: In den Anfangsjahren liegt der Wert des Portfolios unterhalb des Investitionswertes und die Ausschüttungen beginnen häufig erst ab dem dritten bis vierten Jahr. Durch Beimischung von Secondaries kann dieser Effekt aufgrund der größeren Reife der Investments etwas geglättet werden. Private Equity Investments sind zwar auch zyklisch, aber aufgrund der Bewertungsmechanismen in der Regel deutlich weniger volatil als Aktien-Investments.

Auch der Aufbau einer Infrastrukturquote nimmt meist mehrere Jahre in Anspruch. Direkt-Investments sind meist komplex und zeit- und arbeitsintensiv. Infrastrukturfonds

Abb. 2: Anteil der Asset-Klassen an der Gesamtallokation der untersuchten Investoren



Quelle: GAC

sammeln in der Regel über Jahre Geld ein und benötigen mehrere Jahre für die Investition der Gelder. Bei der Auswahl greift ein Großteil der Investoren auf Berater zurück. Das Universum an zur Verfügung stehenden Fonds ist deutlich überschaubarer als bei Private Equity, so dass Dachfonds nicht immer ihre Berechtigung haben. Das Angebot an Erneuerbare-Energien-Investitionen ist derzeit begrenzt, die Renditen für fertige Anlagen sind an sicheren Standorten teilweise unter 4 Prozent gesunken. Transaktionen finden zuletzt häufig auf dem Zweitmarkt statt. Infrastrukturprojekte sind häufig von einer Ramp-up-Phase geprägt, in der das Vorhaben erst zu seiner vollen Ertragsstärke heranreift. Abhängig von der Investitionsstrategie sind sie meist aber weniger konjunkturabhängig. Zu berücksichtigen sind allerdings erhöhte politische Risiken, die zum Beispiel bei der Investition in erneuerbare-Energien-Anlagen in Spanien, Italien oder Osteuropa bereits zum Tragen kamen.

Insgesamt ist die Performance realer Asset-Klassen relativ intransparent und schwer vergleichbar. Datenbanken überschätzen die Rendite häufig systematisch. Dazu führt unter anderem der sogenannte Survivorship Bias, der dadurch entsteht, dass am Periodenende nur operativ tätige Fonds in die Performance-Berechnung einfließen. Fonds, die ihre Tätigkeit (zum Beispiel wegen mäßiger Performance) eingestellt haben, werden nicht berücksichtigt. Zudem besteht für die Fondsmanager das Selbstentscheidungsrecht zur Aufnahme ihrer Fonds in die Datenbank (Self Selection Bias). Für den einzelnen Investor stellt sich außer-

dem das Problem des tatsächlichen Zugangs zu bestimmten Fondsmanagern.

Überwunden werden können diese Schwachstellen durch Pflege einer Datenbank, die auf Investment-Ergebnissen von Investoren mit ähnlichen Rahmenbedingungen beruht. Liefern Investoren die Ergebnisse ihrer Fondsinvestments selbst an eine neutrale Stelle, können sie anhand der zurückgespielten aggregierten und anonymisierten Daten zum einen Informationen darüber erhalten, ob sich die Investition in eine Asset-Klasse für die Investorenschaft insgesamt gelohnt hat, und zum anderen, inwiefern die eigene Auswahl an Investments im Vergleich zu einer realistischen Benchmark erfolgreich war. Auch bei Einschaltung eines Beraters in der Investitionsphase kann die Trennung der späteren Performance-Messung von der Manager Selection zu einem neutraleren Monitoring führen.

Fazit

Über alternative Investments wird derzeit viel gesprochen und geschrieben. Einige Asset-Klassen sind bereits relativ weit verbreitet, mit der Ausnahme von Immobilien aber auf niedrigem Niveau. Aufgrund einiger Besonderheiten, zuletzt sinkender Renditen und abnehmenden Angebots können sie jedoch nicht der kurzfristige „Heilsbringer“ im derzeitigen Kapitalmarktumfeld sein. Der Aufbau einer nachhaltigen Quote nimmt meist mehrere Jahre in Anspruch. Aufgrund von Anfangsverlusten oder anfänglich erst steigenden Cashflows sind Auswirkungen auf die Rendite meist erst nach Jahren spürbar. Auch Sachwerte unterliegen zudem externen Einflüssen und Risiken.

Wenn Sachwerte eine nachhaltige Bedeutung bei der Anlage erlangen sollen, muss Besonderheiten bei der Investition, dem Management und der Performance-Messung Bedeutung beigemessen werden. Nur ein über mehrere Jahre aufgebautes, breit diversifiziertes und nachhaltiges Portfolio kann stabile Erträge bei einem angemessenen Risiko liefern. Sachwerte sollten nicht als „Exoten im Gesamtportfolio mitverwaltet“ werden. Denn während der langen Laufzeit auch indirekter Fondsinvestments müssen trotz der grundsätzlichen Illiquidität Entscheidungen getroffen und die Eigentümerinteressen gewahrt werden. Insbesondere eine auf echten Daten von Investoren gleichgerichteter Interessen beruhende Datenbasis als Benchmark sollte für strategische Investoren von Interesse sein, um Erfahrungen bei der Asset- und Manager-Auswahl zu sammeln und abzugleichen. ●