

# Verlockende Illiquidität

**Infrastruktur und Private Equity werden heiß diskutiert. Ein Investment ist aufwändig, doch es lohnt sich, schreibt Wolf Brandes.**

**E**s gibt Alternativen zu Alternatives! Das war die Botschaft von Uwe Siegmund auf der diesjährigen Alternative Investment Conference (AIC) des BAI. Der Chefstrategie für Investments der R+V Versicherungsgruppe mit Kapitalanlagen in Höhe von 68 Milliarden Euro provoziert mit der These die Zuhörer, die entweder AI-Anlagen kaufen oder verkaufen wollen.

**Eines ist klar – alternative Investments stehen im Mittelpunkt vieler Allokationsentscheidungen, und dabei geht es in vielen Fällen um Infrastruktur und Private Equity.**

Nach einer internationalen Umfrage von AMP Capital, einem der größten Asset Manager des asiatisch-pazifischen Raums, stehen Real Assets hoch im Kurs bei vielen institutionellen Anlegern. Fast die Hälfte der befragten Investoren sagen, dass sie das Exposure in Infrastruktur im ersten Quartal 2013 erhöht haben. Daneben richtet sich das Augenmerk der Investoren auch auf die viel „etabliertere“ Anlageform Private Equity, heißt es in der Untersuchung. Und der Blick in die Zukunft zeigt, dass alternative Investments weiter nachgefragt werden. Beispielsweise planen ein Fünftel der Umfrageteilnehmer, ihre Private Equity Investments im Laufe des Jahres zu erhöhen. Und gut die Hälfte beabsichtigt das Engagement in Infrastruktur zu stärken – sowohl direkt als auch indirekt.



„Eine jährliche Nettorendite von zwölf Prozent ist bei einem Portfolio aus Single-Fonds realistisch.“

**Detlef Mackewicz** Mackewicz & Partner

Der Appetit auf handfeste alternative Assets ist weltweit groß. Doch viele Investoren – insbesondere deutsche – scheinen dem Braten nicht zu trauen. Bislang jedenfalls. Denn in der Realität sind in den Portfolios Private-Equity-Anlagen nur in kleinen Dosen angekommen. Von den 580 Versicherungen hierzulande haben bis jetzt nur etwa 30 Unternehmen oder fünf Prozent in Private Equity investiert, und der geschätzte Private-Equity-Anteil dieser Institutionen am insgesamt verwalteten Vermögen dürfte unter einem Prozent liegen, schätzt Detlef Mackewicz, Gründer der auf Private Equity und Infrastruktur spezialisierten Consulting-Firma Mackewicz & Partner. R+V-Strategie Siegmund bestätigt die Einschätzung, dass „viele Versicherer (noch) nicht in alternative Anlagen oder Strategien investieren“.

Bei den Versorgungswerken sieht es besser aus. Von 129 Einrichtungen dürften 40 Private Equity allokiert haben – mit einer durchschnittlichen Quote von unter drei Prozent. Am aktivsten ist laut Mackewicz die Gruppe der Family Offices, von denen 80 Prozent Private Equity besitzen und sogar auf einen Anteil von 20 Prozent am verwalteten Vermögen kommen.

In der Breite ist Private Equity jedoch noch nicht allokiert. „Es gibt höchstens zehn Leuchtturm-Investoren in Deutschland wie Talanx oder die Provinzial Nordwest. Diese haben früh erkannt, dass sie stetig über alle Jahrgänge hinweg investieren müssen“, sagt Mackewicz. Und sie haben mittlerweile erfahren, dass man mit Private Equity auch sehr erfolgreich sein kann.

**Die Lücke zwischen Wunsch und Wirklichkeit, zwischen Regulierung und Renditeansprüchen ist bei den nicht notierten Beteiligungen groß.**

Britta Lindhorst kennt das aus eigener Erfahrung. Zehn Jahre hat sie in der Generali Gruppe ein 1,5 Milliarden Euro schweres Private-Equity-Portfolio aufgebaut und verwaltet, bevor sie zu Manager Auda International wechselte. Sie spricht von einem Dilemma: „Viele Investoren wollen mehr in alternative Anlagen investieren, um eine vernünftige Rendite zu erwirtschaften. Auf der anderen Seite stehen ihnen die Regulatorien im Weg, die Strukturen der Asset-Klasse. Jeder will Private Equity, keiner will die J-Curve“ (siehe Interview Seite 21). Das Problem: Die Beteiligungen werfen anfangs kaum etwas ab, und erst gegen Ende der Laufzeit fließt Cash und es zeigt sich die tatsächliche Rendite.

**Abb. 1: Performance ausgewählter Anlageklassen im Zeitverlauf**

Jahre	5	10
<b>Aktien</b>		
MSCI World TR	-0,6%	5,3%
DAX	3,5%	10,5%
<b>Bonds</b>		
JPM Global GovBonds	4,4% <sup>1</sup>	N/A
Iboxx EU Corporate Bonds	7,5% <sup>2</sup>	N/A
<b>Immobilien (EPRA/NAREIT TR)</b>	1,8% <sup>3</sup>	N/A
<b>Private Equity<sup>4</sup></b>	4,4%	19,1%

Stand 5. Juni 2013

1) 3-Jahres-Performance

2) iShares iBoxx Euro Corporate

3) First Trust FTSE EPRA/NAREIT Dev. Markets Index

4) Horizon IRR (per 30.9.2012)

Quelle: Capital IQ, Preqin

Für Mackewicz ist der Return eines soliden Portfolios dabei über die Jahre relativ erstaunlich konstant: „Eine jährliche Nettoerrendite von zwölf Prozent ist bei einem Portfolio aus Single-Fonds realistisch.“

In der Praxis kann das anders aussehen. „Wir sind mit den Investments ganz zufrieden, aber die ursprünglichen Erwartungen wurden nicht ganz erfüllt“, beschreibt Carsten Euler das Resultat der Private-Equity-Strategie der Hertie-Stiftung. Dort war man anfangs von zwölf Prozent ausgegangen, doch die Performance lag zuletzt eher bei acht Prozent. „Da die Korrelation zu Public Equity – wenn auch zeitverzögert – relativ hoch ist, haben wir unsere Renditeerwartung auf 300 Basispunkte gegenüber Aktien verändert (mit einem Drittel USA und zwei Dritteln Europa)“, sagt Euler. Aus seiner Sicht liefert die Asset-Klasse also keinen absoluten, sondern einen relativen Return.

**Der Einstieg in Private Equity dürfte in den meisten Fällen über Dachfonds erfolgen. Sie können ein gutes Rendite-Risiko-Potenzial bieten.** „Fund of Funds öffnen Investoren die Augen. Aber man muss den Manager fordern, ihm auf die Finger schauen, die Systeme prüfen und zu einer Due Diligence eines Fonds mitgehen“, rät Mackewicz. „Eine gute Idee ist es – auch wenn das die Anbieter nicht gern hören –, sich einen Dachfonds-Manager einzubestellen, mit ihm zu reden und zu fragen, welche Single-Fonds er gut findet. Mit denen würde ich mich dann näher befassen.“

Die Hertie-Stiftung ist beim Aufbau des Portfolios vor einigen Jahren einen anderen Weg gegangen. „Wir sehen bei Dachfonds nur bedingt einen Mehrwert – auch wenn es exzellente FoF-Manager geben mag, die mehr erzielen als wir mit unseren Fonds“, erläutert Euler die Strategie. Das Portfolio der Stiftung setzt sich aus rund 20 Single-Fonds zusammen – 65 Prozent Buy-Out, 25 Prozent Secondaries und 10 Prozent Distressed. Die Zielallokation von 100 Millionen Euro an Commitments hat die Hertie-Stiftung nahezu erreicht – „ausbauen werden wir Private Equity nicht, eher umbauen“.

Unbestritten ist, dass der Aufwand bei alternativen Investments hoch ist. „Immer wieder höre ich von Private-Equity-Investoren, dass für zwei Prozent der Assets 20 Prozent der Zeit aufgewandt werden müssen – das ist natürlich ein krasses Missverhältnis“, sagt der Consultant. Private Equity ist eine anspruchsvolle Asset-Klasse und der Aufwand ist groß. Am besten hat man einen Fachmann im Haus – wie die Hertie-Stiftung –, der den Markt kennt und sich tagtäglich um die Anlageklasse kümmern kann.

**Ein großes Thema sind die Kosten, denn die Anlageklasse ist teuer.** So dürfte die zweite Gebührenebene bei Dachfonds ein Grund sein, warum die Performance bei vielen Investoren nicht durch die Decke geschossen ist. Dachfonds reduzieren die Durchschnittsperformance. Mackewicz: „Die Rendite kann schnell auf sieben Prozent oder weniger sinken, wenn viele Dachfonds beigemischt wurden. Es gibt bei Dachfonds bekannte Adressen, mit denen kein deutscher institutioneller Investor happy ist.“

Zu den unzufriedenen Investoren zählt Dieter Lehmann von der Volkswagenstiftung. Die Institution hat insgesamt 120 Millionen Euro in Private Equity investiert – verteilt auf zwei Dachfonds mit jeweils 60 Millionen Euro. Um die Investition klar zu benchmarken, wählte Lehmann eine Zertifikatelösung, in die das Commitment zu 100 Prozent investiert wurde. „Nur so waren für uns die unregelmäßigen Kapitalabrufe kalkulierbar.“ Und der Erfolg – wenn man es so nennen kann. „Die Performance des Vehikels nach Kosten

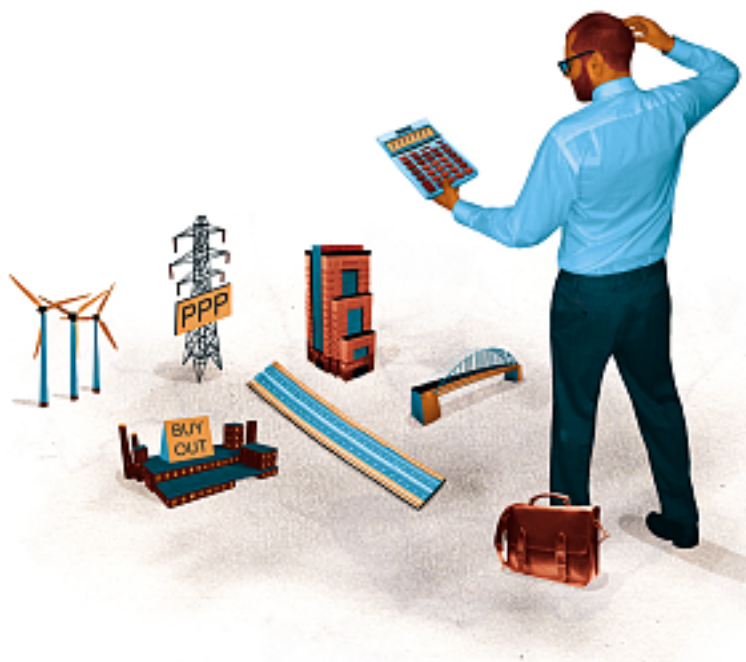
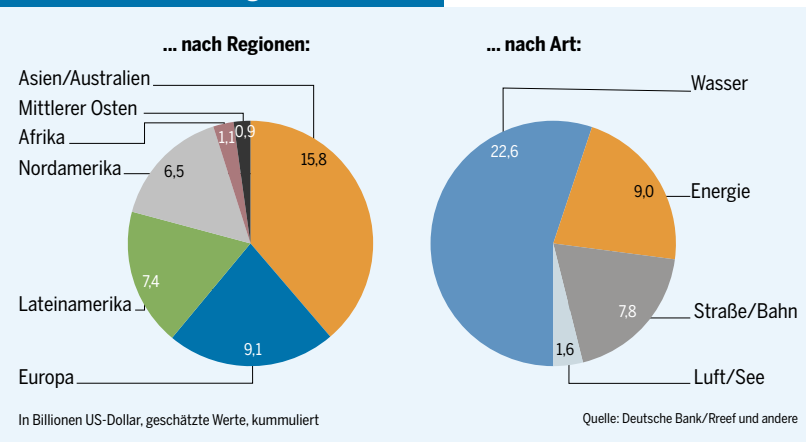


Abb. 2: Infrastrukturausgaben 2005–2030



beträgt seit dem Start 2006 per annum zwei bis drei Prozent. Das ist absolut enttäuschend“, stellt Lehmann fest. Außerdem hat sich die VW-Stiftung anfangs mit erheblichen Problemen beim Reporting herumplagen müssen. „Obgleich wir über die Dachfonds einen externen Manager mandatiert haben, ist der Aufwand für uns sehr hoch.“ Es bleibt aber die Hoffnung, dass am Ende der Laufzeit das Ergebnis freundlicher aussieht – wie es typisch für Private Equity wäre.

Neutraler fällt das Fazit von Carsten Euler von der Hertie-Stiftung aus: „Man muss Geduld haben. Und es ist ganz gut, dass man in der Asset-Klasse dazu gezwungen wird, die Fonds liegen zu lassen. Auch wir sind eher in einer Buy-and-Hold-Position.“ Neueinsteigern gibt er den Tipp: „Einfach nur die renommierten Adressen zu



„Anleger sollten zuerst über eine weltweite Ausdehnung bisheriger Asset-Klassen nachdenken.“

**Uwe Siegmund** R+V Versicherung

nehmen, reicht nicht. Am Ende nimmt bei Private Equity keiner einem die Analyse ab. Jeder Investor wird eine Lernkurve über ein paar Jahre durchlaufen müssen.“ Allerdings investiert auch die Hertie-Stiftung „markenorientiert“, da es so einfacher sei, renommierte Adressen anzusteuern.

**Für viele Anleger sind alternative Investments wegen der Rendite interessant – sie suchen den laufenden Cashflow.** Doch nur wenige sind bereit, langfristig ein Private-Equity-Programm aufzubauen. „Sie haben keine Geduld, nicht die Zeit und die Möglichkeiten“, hat Lindhorst beobachtet. Wenn es um Cashflow geht, liegt Infrastruktur näher, „aber auch das ist kein unendlicher Markt. Wenn Investoren über alternative Anlagen nachdenken, sind sie doch ziemlich eingeschränkt“, stellt Lindhorst fest.

Das Interesse an Infrastruktur ist unter den institutionellen Investoren groß. 24 Prozent der befragten europäischen Pensionseinrichtungen setzt auf eine Erhöhung der Investments in alternativen Anlageklassen, so das Ergebnis einer Umfrage von Mercer. Dabei be-

steht großes Interesse an einer weiteren Beimischung von Infrastruktur. „Wir gehen davon aus, dass Anlageklassen weiter in den Investorenfokus rücken, die eine relativ stabile, realwertorientierte Rendite liefern, wie zum Beispiel Infrastruktur“, so Herwig Kinzler, Leiter Investment Consulting von Mercer Deutschland.

**Der Bedarf für Infrastrukturinvestitionen weltweit ist gewaltig. Die Rede ist von 40 Billionen Dollar in den nächsten 20 Jahren.** „Es ist klar, dass das Kapital nicht vom Staat kommen wird. Es muss aus dem Privatsektor investiert werden“, sagt Hamish MacKenzie, der in der neuen Einheit Deutsche Asset & Wealth Management (DeAWM) Head of Europe für Infrastructure Investment ist. „Infrastruktur ist eine der Asset-Klassen, bei der in Zukunft die höchsten Zuwächse zu erwarten sind“, meint MacKenzie.

Nicht nur Asset Manager sehen große Chancen, auch Anleger sehen die Vorteile. Vielen Investoren erscheint die Asset-Klasse Infrastruktur kompakter, einfacher und klarer als Private Equity, wo eher auch operative, unternehmerische Erfahrung gefragt ist.

Bei Infrastruktur macht die Transaktion den Erfolg aus: Beteilige ich mich als Investor an dem Betreiber einer Wasseraufbereitungsanlage oder nicht? Für Infrastruktur spricht auch, da die Zahl der Fonds überschaubarer ist, die Auswahl leicht. Euler von der Hertie-Stiftung hat zehn Millionen Euro in zwei Fonds investiert. Das entspricht einem Anteil von einem Prozent der Kapitalanlagen. „Wir wollen den Bereich weiter ausbauen und zusammen mit anderen Absolute-Return-Ansätzen Richtung fünf Prozent gehen.“

Was Infrastruktur so interessant macht, sind eben die laufenden Erträge. Mit einem Autobahnbetreiber im Portfolio bekommen Anleger monatlich seine Returns. „Deswegen ist Infrastruktur im Begriff, Private Equity an Akzeptanz zu überholen. Bei der Rendite würde ich von sechs bis acht Prozent netto ausgehen“, meint MacKewicz. Das bestätigt Euler: „Unser PPP-Fonds investiert unter anderem in Schulen und Gefängnisse – etwa ein Drittel in Großbritannien und darüber hinaus in Kanada und Australien.“ Der Fonds ist auf 25 Jahre konzipiert, die Renditeerwartung (IRR) beträgt acht Prozent. Ein zweiter Infrastruktur-Fonds der Hertie-Stiftung investiert in Elektrizitätsnetze, Wasserversorgung und andere regulierte Assets. Hier rechnet Euler mit einer laufenden Ausschüttung von fünf Prozent und weiteren fünf Prozent, wenn die Assets veräußert werden.

**Das Angebot ist bei alternativen Investments unterschiedlich – bei Infrastruktur aber geringer als bei Private Equity.** In Europa befinden sich etwa 50 Infrastruktur-Fonds im Fundraising – eine überschaubare Zahl. Bei Private Equity dürften mehr als 500 Fonds offen sein. Schon das macht ein Investment schwieriger.

Es gibt Alternativen, sagt R+V-Strategie Siegmund: „Anleger sollten über eine weltweite Ausdehnung bisheriger Asset-Klassen nachdenken oder in benachbarte Asset-Klassen investieren.“ Also von Aktien nicht gleich zu Private Equity, sondern Mid Cap und Small Cap ins Kalkül einbeziehen. Und von Immobilien erst einmal zu Immobilienentwicklungen gehen, ehe der Schritt zu Infrastrukturbeteiligungen kommt. ■