

Der BAI e.V. dankt folgenden Sponsoren für die freundliche Unterstützung dieses Newsletters:



PATRIMONIUM

Schroder Adveq

Diese Termine sollten Sie sich nicht entgehen lassen!

12. September 2018 (Frankfurt)

BAI Insight 46 zum Thema „Investitionen in Handelsforderungen - das neue Private Debt“

14. und 15. Mai 2019 (Frankfurt)

BAI Alternative Investor Conference

Inhalt

- | | | | |
|-----------|---|-----------|--|
| 2 | Leitartikel | 20 | Direct Lending – Eine attraktive Finanzierungsalternative für mittelständische Unternehmen
Dr. Daniel C. Heine, Knud Dippel und Christoph Mussotter, Patrimonium Asset Management AG |
| 9 | Mitgliederneuvorstellungen | 24 | Private Equity: Segment-Allokationen überprüfen
Dr. Nils Rode, Schroder Adveq |
| 12 | Private Market Investments: Intransparenz stellt Investoren vor Herausforderungen
Michael Busack und Dr. Jan Tille, Absolut Research GmbH | 27 | Veranstaltungshinweise |
| 17 | BAI Alternative Investor Survey 2018 – Eine Zusammenfassung
Gunnar Brüggemann, BAI e.V. | 31 | Buchvorstellungen |
| 19 | Impressum | | |

von Michael Busack und Dr. Jan Tille, Absolut Research GmbH

Einleitung

Anlagen in sogenannte Private Market Assets, wie beispielsweise Immobilien, Infrastruktur, Private Debt oder Private Equity, können auf unterschiedliche Art und Weise erfolgen. Der klassische Ansatz ist hierbei, den Vermögensgegenstand oder die Vermögensgegenstände direkt zu erwerben und zu bewirtschaften, beispielsweise für einen Spezialfonds. Möglich ist auch, in Vehikel zu investieren, in denen die Vermögensgegenstände direkt gehalten werden. Der andere Ansatz ermöglicht den indirekten Weg. Er besteht in dem Erwerb von Aktien und gegebenenfalls Anleihen von Unternehmen, die mit der Bewirtschaftung von Private Market Assets Gewinne erzielen.

Eine der größeren Herausforderungen, vor denen Investoren auf der Suche nach geeigneten Anlagemöglichkeiten und Managern bei Private Market Assets stehen, ist der Mangel an Informationen über den Markt und das verfügbare Angebot an investierbaren Produkten. Das macht die Suche ressourcenaufwendig und kann dazu führen, dass Investoren attraktive Anlagemöglichkeiten übersehen.

Performancevergleich gelisteter und nicht gelisteter Private Market Investments

Theoretisch betrachtet sollten Anleger indifferent bezüglich des Zugangswegs zu einer Anlageklasse sein. Beide Möglichkeiten, direkt und indirekt, exponieren den Anleger gegenüber ähnlichen Risiken und Cash Flows. So sind beispielsweise die Lage, die Ausstattung oder die Mieteinnahmen einer Immobilie unabhängig davon, ob diese (direkt) in einem Fonds oder durch ein börsennotiertes Unternehmen gehalten wird. Diese Überlegungen lassen sich analog auch auf die anderen Anlageklassen übertragen. Sie waren letztlich der Anstoß dazu, entsprechende investierbare Listed-Asset-Indizes zu lancieren. Auch auf aufsichtsrechtlicher Ebene wurde die langfristige Äquivalenz zumindest teilweise anerkannt. So wurden, was jedoch äußerst kontrovers diskutiert wurde bzw. wird, Listed-Private-Equity-Indizes zur Kalibrierung von

Private-Equity-Risiken für Solvency-II herangezogen und in der Anlageverordnung Anlagen in REITs direkt oder über AIF gehaltenen Immobilien gleichgestellt.

Abseits dieser abstrakten Überlegungen zeigt sich beim Blick auf die Performance gelisteter und nichtgelisteter Anlagen augenscheinlich langfristig ein relativ ähnliches Bild (Abbildung 1). Dies untermauert letztlich die theoretische Sichtweise, dass Assets mit ähnlichen Zahlungsströmen auch einen ähnlichen Preis haben sollten. Natürlich zeigen sich Unterschiede bei der in Abbildung 1 dargestellten jährlichen Wertentwicklung der unterschiedlichen Immobilienindizes. REITs, die die gelisteten Investments abbilden, erreichten langfristig die höchste Rendite, zeigten aber auch die mit Abstand höchsten Wertschwankungen und Drawdowns. Dies wird in der Regel dadurch begründet, dass REITs als gelistete Unternehmen eine zweite Leverage-Ebene aufweisen würden, wohingegen Indizes nicht gelisteter Investments ihre Performance unter Herausrechnung von Leverage präsentieren würden. Um beide Ansätze vergleichbarer zu machen, wurden jüngst investierbare Indizes entwickelt, die ein Exposure in unleveraged Real Estate approximieren sollen. Ein Beispiel hierfür ist der Nareit-PureProperty-Index. Die Performancekennzahlen dieses Index fallen nahezu identisch mit jenen der nicht gelisteten Alternativen aus. Berechnet man allerdings die Korrelationen der Renditen zwischen nicht gelisteten und gelisteten Investments, so fallen diese enttäuschend niedrig aus. Dies ist erstaunlich, denn die zugrundeliegenden Assets sind ähnlich und sollten daher auch zur selben Zeit den selben Risiken und somit Preisveränderungen ausgesetzt sein. Bei dem Vergleich muss man jedoch berücksichtigen, dass sich Informationen in den Preisen gelisteter Wertpapiere schneller niederschlagen können als in Asset-Preisen, die auf Basis von Wertgutachten oder Transaktionspreisen berechnet werden. Wertgutachten erfolgen in der Regel nur einmal im Jahr und zielen auf die Bewertung der künftigen Cash Flows ab, Transaktionen lassen sich gegebenenfalls zeitlich verschieben, um höhere Preise zu erzielen, wenn sich der Markt teilweise erholt hat. Dies können Gründe dafür sein, dass sich schwierigere Marktphasen in den Preisen nicht gelisteter Assets erst später und weniger ausgeprägt niederschlagen. Der Verlauf der nicht gelisteten Indizes weist auch tatsächlich einen zeitlichen Versatz gegenüber den gelisteten Indizes auf.

Verwendet man für die Berechnung der Korrelation anstelle der (zeitgleichen) jährlichen Renditen der nicht gelisteten Investments solche Renditen, die um ein Jahr verzögert sind, so zeigt sich eine deutlich höhere Korrelation zwischen gelisteten und nicht gelisteten Assets.

Abbildung 1: Performance und Korrelation gelisteter und nicht gelisteter Immobilien-Investments (2003 – 2017)



	NCREIF Property Index	estNCREIF Property Index (TB)	Nareit Equity Reits	Nareit PurePro- perty
Rendite (p.a.)	7,9%	8,4%	9,8%	7,3%
Standardabweichung (p.a.)	9,4%	11,5%	20,3%	11,5%

	Korrelation		Korrelation (1 Jahr verzögert)	
	Nareit Equity Reits	Nareit PurePro- perty	Nareit Equity Reits	Nareit PurePro- perty
Rendite (p.a.)	0,19%	0,39%	0,91%	0,74%
Standardabweichung (p.a.)	0,09%	0,31%	0,84%	0,68%

Dieser Vergleich ist zwar nur illustrativ, das untermauert jedoch – wie schon die Betrachtung der Wertentwicklungen – das theoretische Argument, dass ein Exposure in vergleichbaren Assets auch eine vergleichbare Performance bieten sollte. Dennoch soll er nicht dahingehend verstanden werden,

dass es gleichgültig ist, welchen Zugangsweg ein Investor wählt. Beide Formen besitzen ihre eigenen Vor- und Nachteile und jeder Investor muss analysieren, welcher Zugangsweg für ihn geeigneter ist. Neben ihrer höheren Liquidität, lassen sich Investments in börsengelistede Wertpapiere mit geringeren Volumina umsetzen und weisen geringere Transaktionskosten auf. Das erleichtert insbesondere kleineren Anlegern die Diversifikation. Demgegenüber bieten Direktinvestments eine höhere Einflussnahme, eine feinere Steuerung der gewünsch-

ten Exposures und es lassen sich zudem Illiquiditätsprämien vereinnahmen.

Eine unterschiedliche Attraktivität, trotz der wirtschaftlichen Ähnlichkeit und der teilweisen Gleichstellung beider Formen durch die Aufsicht, lässt sich des Weiteren auf die Pflicht der jährlichen Bilanzierung zurückführen. Selbst wenn die langfristige Performance beider Zugangswege verhältnismäßig identisch ausfällt, macht die höhere Volatilität börsengehandelte Anlagen unattraktiv, da sich die Wertveränderungen auf Grund des marking-to-market in den Bilanzen schneller und ausgeprägter niederschlagen. Dies erfordert erhöhte Eigenkapitalpuffer und kann schlechtere Ratings zur Folge haben.

Quellen: Indexanbieter, Darstellung Absolut Research GmbH

Markt-Research im Zuge der Due Diligence

Es ist daher wenig verwunderlich, dass Investoren Anlagen präferieren, deren Bilanzwerte relativ stabil sind und Private Market Investments daher eher direkt oder über (Dach-) Fonds tätigen. Ein Problem, vor dem Investoren stehen, wenn sie auf der Suche nach geeigneten Anlagemöglichkeiten sind, ist die begrenzte Menge an Marktinformationen, die ihnen bei der Suche zur Verfügung steht. Während es beispielsweise im Publikumsfondsbereich unterschiedliche Informations- und Analyseplattformen gibt, um den Markt bzw. ein Segment zu sondieren, mangelt es im Private-Market-Segment an entsprechenden Plattformen, die geeignete Informationen bereitstellen und dadurch die Transparenz für Investoren erhöhen.

Öffentlich zugängliche Informationen zu Private-Market-Anlagen stellen in Deutschland die Bundesbank und die BaFin bereit. Die Bundesbank, die im Rahmen der Meldepflicht umfangreiche Daten zu Private-Market-Fonds erhebt, publiziert lediglich Informationen zum Marktvolumen bzw. zu den in den Fonds gehaltenen Assets. Aktuell wird dabei nicht zwischen KAGB-konformen AIF und geschlossenen Fonds unterschieden, die bereits vor dem KAGB existierten aber institutionellen Anlegern als Anlagealternative nicht zur Verfügung stehen. Die BaFin bietet beispielsweise in ihrer Fondsdatenbank eine Liste aller in- und ausländischen P-AIF. Während die Liste der inländischen P-AIF noch eine Untergliederung unter anderem in geschlossene P-AIF und Immobilien-Sondervermögen enthält, fehlt diese Granularität bei den ausländischen P-AIF. Doch auch für die inländischen P-AIF sind die Informationen bei der BaFin alles andere als detailliert. Angaben über die Anlageklasse können nur über den Namen des Fonds entnommen werden. Weitergehende Informationen wie Zielvolumina, Mindestzeichnungsbeträge oder auch die Gebühren finden sich hier nicht. Ebenso ist nicht klar, ob sich ein Fonds bereits in der Zeichnung befindet, wann diese beginnt bzw. endet oder ob bisher nur die rechtliche Hülle zugelassen wurde. Derartige Details mögen aus Sicht des Aufsehers für eine Datenbank auch wenig relevant sein, für Investoren sind sie es hingegen schon. Die Notwendigkeit, die relevanten Daten aus den genehmigten Verkaufsprospekten zu erheben, macht die Suche nach Infor-

mationen und den Vergleich der Angebote mühselig und zeitaufwendig. Auch umfasst die Liste der BaFin nur einen Bruchteil des Marktes, nämlich das Segment der P-AIF. Informationen zu geplanten Projekten bzw. Investitionsvorhaben, die sich ausschließlich an institutionelle Anleger wenden und deren Umsetzung innerhalb eines (geschlossenen) Spezial-AIF stattfinden soll, gibt es auf keiner offiziellen Seite. Hinzukommt, dass es ebenfalls keine oder nur wenige Informationen zu AIF gibt, die in anderen Jurisdiktionen aufgelegt wurden, aber dennoch für Investoren aus Deutschland interessant sein könnten. Analog zu den Listen der BaFin gibt es natürlich entsprechende Listen zugelassener Fonds der Luxemburger oder auch der irischen Aufsicht. Beispielsweise enthält die Luxemburg FIAR/RAIF-Liste Einträge zu knapp 400 Fonds, die seit Inkrafttreten des RAIF-Gesetzes im Jahr 2016 aufgelegt wurden, auch hier fehlen jedoch weitere Details zu den Fonds.

Über die Daten hinaus, die die Bundesbank und die BaFin freizugänglich zur Verfügung stellen, bietet der Deutsche Fondsverband (BVI), zumindest für dessen Mitglieder, Statistiken zu Spezialfonds. Insbesondere im Bereich der Immobilienfonds sind die Marktinformationen detaillierter als die Daten der BaFin oder der Bundesbank. Hier können Mitglieder u.a. aggregierte Daten zu Nutzungsarten, Größenklassen, An- und Verkaufsaktivitäten, Mietvertragsdauern sowie einen Überblick der größten Anbieter erhalten. Die Daten des BVI bieten den Vorteil, dass auch Fonds einbezogen werden, die nicht in Deutschland aufgelegt wurden, allerdings finden sich auch hier keine Listen einzelner Fonds, die sich in der Zeichnungsphase befinden oder offene Kapazitäten aufweisen und somit Anlegern als Alternative offen stehen.

Eine weitere Möglichkeit der Informationsbeschaffung durch Investoren ist die Nutzung von Consultants, Placement Agents oder die gezielte Ausschreibung über entsprechende Plattformen. Während Consultants häufig nur eine limitierte Auswahl von Managern in ihren Datenbanken haben, beispielsweise aufgrund historisch gewachsener Beziehungen, besteht bei reinen Placement Agents naturgemäß ein Interessenkonflikt bezüglich der Bereitstellung von Informationen und dem Vertrieb der Produkte. Auch im Rahmen direkter Ausschreibungen ist nicht sichergestellt, dass ein Investor ein breites Angebotsspektrum erhält, da nicht gewährleistet ist,

dass eine Ausschreibung auch von den relevanten Anbietern gesehen wird.

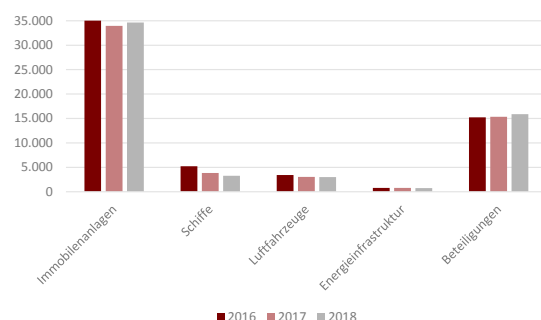
Der Due-Diligence-Prozess im Bereich von Private Market Investments ist aufgrund der geschilderten Intransparenz zeit- und ressourcenintensiv und muss im Vorwege jedes Investments neu durchlaufen werden. Abkürzungen in diesem Prozess können dabei deutlich nachteiligere Auswirkungen haben als bei liquiden Investments, da sich der Investor im Zuge von Private Market Investments über viele Jahre bindet. Da Manager hier nicht auf bestimmte Benchmarks festgelegt sind, streuen die Ergebnisse naturgemäß deutlich stärker. Versuche, sich im Rahmen von Zweitmarkttransaktionen eines Investments zu entledigen, sind, vorausgesetzt es findet sich ein Käufer, oftmals nur unter hohen Abschlägen möglich. Ein anderes Problem, das Anleger durch eine mangelnde Transparenz bei der Suche nach geeigneten Managern haben, ist, dass Aussagen bezüglich einer Top-Quartile-Positionierung nur schwierig nachzuvollziehen sind. Zudem verbuchen Top-Manager häufig übermäßig hohe Zuflüsse, wodurch Anreize geschaffen werden, eine erfolgreiche Strategie zu verwässern. Bei entsprechender Angebotstransparenz könnten Investoren im Vorwege auf vielversprechende Alternativ-Angebote ausweichen. Dies muss nicht zwingend mit schlechteren Renditen einhergehen als ein Investment in Manager mit Top-Quartile Track Record. In einer umfassenden Studie zeigen Cavagnaro et al. (2016)¹ unter anderem, dass sich Renditeunterschiede zwischen Private-Equity-Investoren eher auf deren Selektionsfähigkeiten zurückführen lassen als auf den Zugang zu vermeintlich besseren Managern, beispielsweise jenen, die in der Vergangenheit Top-Quartile-Fonds gemanagt haben. Im Lichte dieser Ergebnisse kann man daher folgern, dass umfassende Informationen zu den am Markt bestehenden Alternativen für Investoren wichtig sind, um im Zuge ihrer Due Diligence die besten Manager zu identifizieren und somit erfolgreich zu investieren.

Marktüberblick zu geschlossenen inländischen Investmentfonds

Wertet man die aktuell verfügbaren Datenquellen aus, um sich einen ersten Überblick zu Private Market Investments zu verschaffen, so geht aus den Daten der Bundesbank hervor, dass die knapp 3.500 geschlossenen Fonds aktuell Vermögenswerte in Höhe von ca. 78 Mrd. Euro halten. Berücksichtigt man die Verbindlichkeiten (ca. 28 Mrd. Euro), überwiegend aufgenommene Kredite zur Finanzierung des Erwerbs der Vermögensgegenstände, verbleibt ein Nettovermögen von rund 50 Mrd. Euro.

Der Großteil der veranlagten Volumina inländischer geschlossener Fonds ist in Immobilienanlagen (unbebaute und bebaute Grundstücke sowie Beteiligungen an Immobiliengesellschaften) investiert (Abbildung 2). Die von den Fonds in diese Assets investierten Volumina belaufen sich auf ca. 35 Mrd. Euro. Danach folgen mit knapp 16 Mrd. Euro Beteiligungen an anderen Unternehmen. Vermögensgegenstände aus dem Bereich der Energieinfrastruktur machen nur einen Bruchteil des investierten Kapitals aus. Die Krise am Schifffahrtsmarkt wirkt sich auch auf die Fonds aus. Die Vermögenswerte in dieser Anlageklasse sind in den vergangenen Jahren kontinuierlich zurückgegangen.

Abbildung 2: Zusammensetzung des Fondsvermögens geschlossener inländischer Investmentfonds

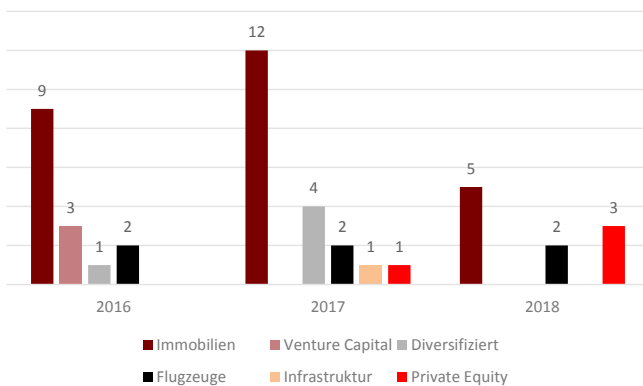


Quelle: Bundesbank

¹ Cavagnaro, D. R., B. A. Sensoy, Y. Wang und M. S. Weisbach. „Measuring Institutional Investors' Skill from Their Investments in Private Equity“, Working Paper (2016).

Dass die Anlageklasse Schiffe derzeit bei Anlegern keine Rolle spielt, zeigt sich auch in der Liste der zugelassenen Publikums-AIF. In den Jahren 2016 bis 2018 wurde kein einziger inländischer Schiffsfonds aufgelegt (siehe Abbildung 3). Die meisten Neuauflagen gab es im Bereich der Immobilienfonds. Von den 45 Fonds, die seit Januar 2016 aufgelegt wurden, handelte es sich bei 25 um Immobilienfonds. Nimmt man Venture-Capital und Buy-Out-Fonds zusammen, dann waren Auflagen aus dem privaten Beteiligungssegment mit 7 Fonds am zweithäufigsten.

Abbildung 3: Auflagen inländischer P-AIF von 2016 bis 2018



Quellen: BaFin, eigene Recherchen

Schlussfolgerungen

Mit den aktuell verfügbaren Informationen im Bereich der Private Market Investments ist das Matching von Investoren und Asset Managern schwierig durchzuführen. Eine mangelnde Angebotstransparenz bedeutet aus Investorensicht, dass sie attraktive Investments möglicherweise erst kurz vor oder im schlimmsten Falle nach einem Closing sehen. Ein Investment käme dann nicht mehr in Betracht, da beispielsweise die Zeit für die notwendige Due Diligence nicht ausreichend ist, so dass hieraus letztlich Opportunitätskosten mit entsprechend negativen Folgen entstehen können. Ferner behindert eine mangelnde Transparenz auch die effiziente Allokation von Ersparnissen hin zu produktiven Investments, beispielsweise im Rahmen von Venture-Capital- oder Infrastrukturfinanzierungen. Es scheint daher dringend geboten, Wege zu finden, die Transparenz in diesem Anlagesegment zu erhöhen. Davon würden letztlich alle Seiten profitieren.

Kontakt



Michael Busack
Geschäftsführer

Absolut Research GmbH
Große Elbstraße 277a
22767 Hamburg
+49 40 303779-0



Dr. Jan Tille
Stellv. Leiter Research

Absolut Research GmbH
Große Elbstraße 277a
22767 Hamburg
+49 40 303779-0