



In Zeiten von Umbrüchen, neuen Gewissheiten und Unsicherheiten wird vieles auf den Prüfstand gestellt. Davon bleiben auch die Partner, also Asset Manager, Administratoren und Berater, nicht verschont. Fragen bezüglich Externalisierung und Internalisierung, aber auch zur Wichtigkeit und zum Verständnis von Spezialisierung, werden neu beantwortet.



Vom Wunsch nach Unabhängigkeit und dem Zwang zur Zweisamkeit

Niedrigzins, Volatilität und Komplexität führen zu einer Beziehungskrise zwischen Investor und Asset Manager. Teils versuchen Investoren verstärkt, an Asset Managern vorbei direkt zu investieren, teils sind sie zu einer engen Zweisamkeit mit Großanbietern gezwungen. Für Investmentboutiquen bleibt allenfalls eine Wochenendbeziehung.

Von Patrick Eisele

Die Branche hat ein klares Investorenbild entwickelt: Als Ideal gilt, dass der Anleger die Wertschöpfungskette aufteilt und an einzelne Spezialisten vergibt und dass in der Asset Allocation und bei den Asset Managern Diversifizierung unabdingbar ist. Spezialistentum ist Trumpf. Die externe Hilfe erstreckt sich dabei von Beratung über Investments und Reporting bis hin zu Wertsicherungskonzepten sowie dem Advisory zur strategischen Allokation. Das Relikt „Direktanlage“ sehen die Anbieter als weiteres Geschäftsfeld – vorausgesetzt, die Entlohnung wird als angemessen betrachtet. Master-KAGen, Boutiquen und Consultants profitieren von diesem Investorenbild, das sie zu einem großen Teil selbst gemalt haben. Was beim Investor bleibt? Die Verantwortung! Sich mittlerweile häufende Beispiele zeigen aber, dass Investoren versuchen, ihrer Verantwortung mehr und mehr auf anderen Wegen gerecht zu werden. Ein neuer Zeitgeist des Insourcings, des Do-it-yourself, möglicherweise auch der Selbstverwirklichung scheint entstanden zu sein. Für Anbieter wäre dies eine bedenkliche Entwicklung.

Stilbildend für die neue Epoche sind größere Versorgungswerke und Versicherungen. Insbesondere die Amprion-Transaktion könnte für Asset Manager ein Warnschuss sein. Vor einem Jahr hat sich die Ärzteversorgung Westfalen-Lippe zusammen mit den Zahnärzten Westfalen-Lippe, den Tierärzten Westfalen-Lippe und der Ärzteversorgung Brandenburg sowie Versicherungen wie der Münchener Rück, Ergo, Swiss Life und Talanx vorbei mit 75 Prozent am Höchstspannungs-Netzbetreiber Amprion beteiligt. Mit einer Länge von rund 11.000 Kilometern betreibt Amprion das längste Höchstspannungsnetz in Deutschland. Wie die Ärzteversorgung Westfalen-Lippe mitteilt, fügt sich diese Investition sehr gut in die Anlagestrategie des Versorgungswerks ein, zunehmend auch in systemrelevante,

inflationssichere (Infrastruktur-)Anlagen zu investieren, die sich durch laufende und stabile Erträge als wichtiger Bestandteil der Gesamtrendite auszeichnen. Bedenklich ist für Asset Manager, dass der Transaktion zwar ein Unternehmenswert von 1,3 Milliarden Euro zugrunde liegt, dabei jedoch nur ein Immobilienmanager zum Zuge kam. Das Investment erfolgt über einen von der Commerz Real aufgelegten und verwalteten Fonds.

Bei nur einem Asset macht eine Managerdiversifikation natürlich auch keinen Sinn. Aber auch generell ist den Investoren nach der Finanzkrise eine einheitliche Investorenstruktur im Rahmen eines Club Deals wichtiger als eine breite Managerdiversifikation. Da manche Zeichner dringend Liquidität brauchten, waren damals geschlossene Fonds zum Leidwesen ihrer solventen Investoren gezwungen, Assets in fallende Märkte hinein zu verkaufen. Reinhard Mattern, Geschäftsführer der Immobilien-KAG iii investments: „Vor der Finanzkrise waren die Investorengruppen in ihrem Anlageverhalten sehr homogen, doch seither sieht man ein deutliches Auseinanderdriften der Investorengruppen. Die Anlagephilosophien sind unterschiedlich.“ Insbesondere zwischen Versicherungen und Versorgungswerken ist dies zu beobachten. „Das Processing bei Versicherungen und Versorgungswerken ist ein ganz anderes“, meint Mattern. Früher war es für Investoren noch attraktiv, sich in internationalen Immobilienfonds mit Limited Partners aus den USA oder den heutigen Peripheriestaaten oder auch mit anderen Anlegergruppen aus Deutschland über Anlagethemen austauschen zu können. Dies wird heute anders gesehen. Dr. Andreas Kretschmer, Hauptgeschäftsführer der Ärzteversorgung Westfalen-Lippe in der diesjährigen April-Ausgabe von portfolio institutionell (Seite 31): „Realisiert hat sich aber, dass Versicherer durch ihr anders gelagertes Geschäft ganz andere Solvency-Vorgaben erfüllen

müssen und eine ganz andere Bilanzpolitik als wir verfolgen. Da hängt man dann ungeplant mit drin. Für mich – und ich glaube, hier auch für andere Anleger zu sprechen – ist der entscheidende Punkt für die vergangenen zehn Jahre, dass man sich von diesen Abhängigkeiten lösen will.“ Eine entsprechende Größe vorausgesetzt, lassen sich diese Abhängigkeiten am einfachsten durch Individualmandate lösen.

Im Trend liegen Individualmandate nicht nur für Mattern. So wurde vor kurzem Pramerica Real Estate Investors von der Berliner Ärzteversorgung mandatiert, ein paneuropäisches Immobilienportfolio als Einzelmandat zu managen. Der Auftrag umfasst das laufende Asset- und Portfoliomanagement für mehrere Bestandsobjekte mit Schwerpunkt Deutschland sowie einen Spezialfonds, der über eine externe Service-KAG administriert wird. In diesem Fall befinden sich die Immobilien teils als Direktbestand in den Büchern des Versorgungswerks, teils sind sie als Individualfonds mit Service-KAG und teils über eine Luxemburger Struktur vorhanden. Pramerica Real Estate Investors sieht generell einen starken Trend hin zu Einzelmandaten, deren Investmentstrategie im partnerschaftlichen Dialog zwischen Investor und Manager festgelegt wird. Pramerica-Vorstandsmitglied Jan-Baldem Mennicken: „Wir erleben aktuell eine verstärkte Kundennachfrage nach Einzelmandaten oder Club Deals mit gleichgesinnten Co-Investoren, sowohl mit globaler Ausrichtung als auch mit engem Länder- und Sektorfokus.“ Diese Entwicklung lässt sich auch in geschlossenen Fonds anderer Asset-Klassen erkennen.

„Versorgungswerke legen Individualmandate auf

Die nötige Größe für Individualmandate hat auch die Bayerische Versorgungskammer (BVK). Invesco Real Estate betreut seit dem Jahr 2000 den iii-BVK-Europa-Immobilienfond. Zuletzt wurde für den Fonds im Mai für 65 Millionen Euro nahe Stockholm ein Einkaufszentrum erworben. Insgesamt investiert die Bayerische Versorgungskammer zurzeit circa 3,2 Milliarden Euro in Immobilien direktanlagen und etwa 2,7 Milliarden Euro in internationale Immobilienspezialfonds. Davon schneidet sich Invesco ein großes Kuchenstück ab. Denn insgesamt verwaltet Invesco für die Versorgungskammer 21 Immobilien mit einem Gesamtwert von 930 Millionen Euro.

Insgesamt, so Branchenexperten, findet zwar eine vermehrte Trennung der Wertschöpfungskette zwischen reiner Administration und Advisory statt. Doch selbst wenn hier der Spezialisierungsgedanke gelebt wird: Ein gewisser Trend zu Mono-Partner-Kulturen, in der sich ein ganz kleiner Teil der Asset-Management-Branche ein ganz großes Kuchenstück abschneidet, wird erkennbar. Zwar hat die Bayerische Versorgungskammer vergangenes Jahr auch ein Immobilien-Dachfondsmandat im Volumen von 500 Millionen Euro vergeben. Investiert werden soll das Geld in bislang nicht abgedeckte Nischen, wie zum Beispiel Hotels, Parkhäuser oder Projektentwicklungen. Neben Core-Fonds möchte man auch in neue Risikoklassen, wie Value add



Heinz Kasten, Mercer
Multi-Asset-Strategien können interessanter als Offshore-Dachhedgefonds sein.

oder Opportunistic, investieren. Diversifizieren möchte man zudem auch in regionaler Hinsicht durch Anlagen in die Bric-Staaten, wo die Versorgungskammer bislang noch nicht investiert war. „Wir versprechen uns von dem neuen Dachfonds vor allem eine weitere Diversifizierung in unserem Immobilienportfolio. Wir ergänzen unsere bisherigen Investitionen in Direktanlagen und Immobilienspezialfonds um einen weiteren wichtigen Baustein“, so Daniel Just, stellvertretender Vorstandsvorsitzender und Leiter der Kapitalanlage in der Bayerischen Versorgungskammer. Aber: Das Startvolumen von 500 Millionen Euro des Immobilien-Dachfondsmandats geht allein an die UBS Real Estate.

Bei einem anderen Vorhaben, der „Arabeska“, der Versorgungskammer ging die Asset-Manager-Gilde sogar gänzlich leer aus: Im Münchner Arabellapark setzt die BVK einen Neubau in Eigenregie um. Bauherr und Investor ist die Bayerische Ärzteversorgung. Im Mai war die Grundsteinlegung, die Fertigstellung von 26.000

Themen 2012:



PAPIERWERT ODER WERTPAPIER: DIE AKTIE

Die Verbannung der Aktie aus den Portfolios schreitet fort. Dabei sind Aktien die Antwort auf alle Gebete. Aktien verbriefen ein reales Asset, sind liquide und bieten hohe Ausschüttungen. Bei einer weniger orthodoxen Aktienbewirtschaftung zugunsten der Genesis eines adäquateren Umgangs besteht Hoffnung auf eine Aktienwiederauferstehung.

17. Oktober 2012, Hyatt Regency Düsseldorf

Mit freundlicher Unterstützung von:

Sponsoren



METZLER
Asset Management



 **Swisscanto**

 **SYZ**
ASSET MANAGEMENT

Besuchen Sie die wichtigste Konferenz
der institutionellen Kapitalanlage:

Von Investoren für Investoren



Anmeldung und Information
portfolio-masters.de

Immobilien. Dies betrifft einmal den Immobiliendirektbestand, zum anderen aber auch das Feld der Immobiliendarlehen. Hier hat nicht nur Allianz Leben im vergangenen Jahr zwei Milliarden Euro und damit acht Prozent der Kapitalanlagen investiert. Laut dem Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft (GDV) haben deutsche Lebensversicherer Ende 2011 an private und gewerbliche Kunden Hypothekendarlehen im Umfang von rund 50 Milliarden Euro vergeben. Dies entspricht laut GDV einem Anteil von 6,7 Prozent ihrer Kapitalanlagen. „Der Anteil der Immobilienkredite, die bei uns über einen Versicherer abgeschlossen wurden, hat Anfang dieses Jahres gegenüber dem Vorjahreszeitraum zugenommen“, zitiert die FAZ Heidi Müller vom Immobilienkreditvermittler Interhyp. „Dies gilt besonders für langfristige Darlehen mit einer Zinsbindung von 20 Jahren und mehr.“ Dieses Geschäftsfeld dürfte künftig auch deshalb wachsen, weil Versicherer seit April im Rahmen ihres Baufinanzierungsgeschäfts erstmals Darlehen der KfW direkt anbieten können. Bisher war die Vergabe eines KfW-Darlehens nur über eine Bank oder eine Bausparkasse möglich. Auch bei größeren Versorgungswerken kommt das Geschäft mit Immobiliendarlehen auf eine hohe Quote.

__ Renditen drücken Investoren drücken Fees

Der Vorteil, den die Vergabe von Immobiliendarlehen und die Direktanlage in Infrastruktur, Immobilien und Wertpapiere gemeinsam haben: Investoren sparen sich Management Fees. Im Niedrigzinsumfeld ist dies kein unwesentlicher Punkt. Gerade bei Core-Infrastruktur und Immobilien in deutschen Metropolen, die wegen ihrer Sicherheit bei VAG-Anlegern beliebt, aber nicht gerade hochrentierbar sind, bleibt prozentual ohne Managergebühren unter dem Strich deutlich mehr von den Einnahmen aus den Objekten übrig. Laut einer aktuellen Studie von Kommalpha und Telos unter 150 Großanlegern erhöht sich der Druck auf die Gebühren wegen der künftig weiterhin niedrigen Renditeperspektiven weiter. Laut der in der Börsen-Zeitung veröffentlichten Studie gab jeder zweite Investor, nach 29 Prozent im Vorjahr, an, dass die Fee-Frage in den Blickpunkt gerückt sei. Jeder fünfte Anleger war mit dem Gebührenniveau „weniger zufrieden“ bis „unzufrieden“. Anhand der Befragung lässt sich der Trend erkennen, dass im Rentenbereich Gelder aus den Spezialfonds abgezogen und

lieber in Eigenregie verwaltet würden. In das von der Studie gezeichnete Stimmungsbild passt auch, dass passive Mandate in der Anlegergunst zugelegt haben. Demnach ist bei Rentenmandaten die aktive Verwaltung um zwölf Prozentpunkte auf 74 Prozent und bei Aktienmandaten um elf Prozentpunkte auf 67 Prozent zurückgegangen.

Der Markt wird für die Anbieterseite im Allgemeinen also enger. Diese Entwicklung hat noch einen anderen Treiber: War es bislang so, dass sich aufgrund des Diversifikationsgedankens viele Asset Manager als „Bausteine“ ein Stück vom Kuchen abschneiden konnten, schnappt sich heute ein „preferred Partner“ ein ganz großes Kuchenstück – und die Masse der Anbieter, deren Angebotsspektrum nicht alle Wünsche erfüllt, schaut in die Röhre. Exemplarisch ist hier die Entwicklung der Master-KAGen, die ihr Dienstleistungsangebot von der einst reinen Administration von Spezialfonds nebst Reporting kontinuierlich ausbauen. Die Helaba Invest vermarktet sich mittlerweile als „Full-Service-KAG“ und bietet nun auch Beratung zur taktischen und strategischen Allokation sowie zur Managerauswahl an, offeriert Overlays und hilft beim Transition Management. Weiter zählen das aufsichtsrechtliche Meldewesen und das Führen des Sicherungsvermögensverzeichnisses inklusive der Einbindung des Treuhänders zum Dienstleistungspaket. Auch die Konkurrenz ist nicht untätig. So bietet zum Beispiel Universal-Investment nun über alle Wertpapierbestände hinweg an, Optionen zu verschreiben. Früher konnten auf die Wertpapierbestände nur per Wertpapier(ver)leihe Zusatzrenditen generiert werden. Während das Do-it-yourself-Motiv noch dem Kostenargument entstammt, entspricht ein solches Full-Service-Angebot vor allem den steigenden regulatorischen Anforderungen. Diese, so die Helaba Invest, erfordern eine leistungsstarke und effiziente Infrastruktur.

Prädestiniert für Vollserviceangebote sind natürlich auch die großen, globalen Asset Manager. „Wir können viele Dienstleistungen bis hin zum Fiduciary bei einem Kunden anbieten“, erläutert Steven Bayly die Ziele von Blackrock und verweist dabei auch auf die unterschiedliche Erwartungshaltung der Kunden gegenüber einem Großanbieter und einer Boutique: „Von einem globalen Anbieter wird umfassender Service, etwa bei Risikomanagement und Reporting, erwartet. Das ist bei einem Nischenanbieter für Schwellenländeraktien

Themen 2012:



PAPIERWERT ODER WERTPAPIER: DIE AKTIE

Die Verbannung der Aktie aus den Portfolios schreitet fort. Dabei sind Aktien die Antwort auf alle Gebete. Aktien verbriefen ein reales Asset, sind liquide und bieten hohe Ausschüttungen. Bei einer weniger orthodoxen Aktienbewirtschaftung zugunsten der Genesis eines adäquateren Umgangs besteht Hoffnung auf eine Aktienwiederauferstehung.

17. Oktober 2012, Hyatt Regency Düsseldorf



TRENDS IN TRANSITIONS UND TRANSACTIONS

Die impliziten Kosten werden oft vernachlässigt. Mit der richtigen Handelsstrategie beim Umschichten von Portfolios und sorgfältigen Analysen der Transaktionskosten lässt sich jedoch jede Menge Geld sparen.

16. Oktober 2012, Hyatt Regency Düsseldorf

Mit freundlicher Unterstützung von:

Premiumsponsor



Sponsoren

BLACKROCK

CREDIT SUISSE

Goldman
Sachs

UNIVERSAL
INVESTMENT
Administration • Insourcing • Risk Management

Besuchen Sie die wichtigste Konferenz

der institutionellen Kapitalanlage:

Von Investoren für Investoren



Anmeldung und Information
portfolio-masters.de

natürlich etwas anderes.“ In der Praxis nutzen Institutionelle das vollumfängliche Angebot, das sich über praktisch alle Asset-Klassen, aktives und passives Management, Beratung und Risikomanagement erstreckt, allerdings nur selten. „Wenn ein Kunde mit uns als Manager für die Asset-Klasse X zufrieden ist, sind unsere Chancen gut, auch für die Asset-Klassen Y und Z mandatiert zu werden“, so Bayly. Dieser positive Schwung reicht aber nicht immer bis hin zu den Dienstleistungen, die große Häuser wie Blackrock außer Management anbieten. Bayly verweist hier auf das gute Standing von Master-KAGen sowie auf die etablierten Consultants. „Mehr und mehr suchen sich auch Banken wegen Basel III andere Betätigungsfelder“, ergänzt Bayly.



Dr. Petra Salesny, Alpha Associates
Vom Managed-Account-Kuchen will sich auch Alpha ein Stück abschneiden. Eine Hilfe ist der Regulator.

Außerdem ist Blackrock hierzulande nicht der einzige Großanbieter. Zu dieser Gruppe zählt natürlich auch Allianz Global Investors. Die AGI hat es sich ebenfalls auf die Banner geschrieben, für komplexe Kundenbedürfnisse ganzheitliche Lösungen aus einer Hand anzubieten. Und auch Andreas Hilka, Leiter des europäischen Pensionsgeschäfts der AGI, sieht einen Trend hin zum Do-it-yourself. Diesen bezeichnet Hilka aber als „nicht neu“, jedoch aufgrund des Wachstums der Versorgungswerke als „verstärkt“. Attraktiv ist das Eigenmanagement nicht nur aus Kostengründen. „Es hat viele weitere Vorteile, über internes Know-how zu verfügen“, so Hilka, der an dieser Stelle die Rechnung aufmacht, dass für ein internes System plus zwei Mitarbeiter mit 300.000 bis 400.000 Euro zu kalkulieren ist und damit in etwa so viel wie für externe Mandate im Gesamtvolumen von 100 Millionen Euro. Einen viel stärkeren Trend hin zu externen Dienstleistern sieht Hilka aber wegen der zunehmenden Regulierung, der volatileren Kapitalmärkte und auch wegen des zunehmenden Research-Bedarfs für ehemals als simpel betrachtete Asset-Klassen,

wie Staatsanleihen und Covered Bonds. „Wo man früher das Durationsrisiko intern gemanagt hat, lässt man heute das Credit-Risiko extern managen“, so Hilka. Er verweist auf die große Bonitätsmigration im Direktbestand von ehemals AA abwärts. Bei diesen externen Managern handelt es sich dann weniger um Boutiquen mit einem Starmanager, sondern eher um große, stabile und prozessorientierte Einheiten. Von diesen wird dann auch meist nicht nur das Toppen einer Benchmark, sondern auch das anspruchsvollere Ziel eines absoluten Returns verlangt. Hilka: „Öfters bekommen wir den Auftrag, ein Mandat ausgehend von der Risikotoleranz des Kunden zu managen. Dann müssen wir über Wertsicherungskonzepte den Werterhalt sicherstellen.“ Insgesamt werden derzeit vor allem die mit Risikomanagement im Zusammenhang stehenden Dienstleistungen gefragt. Hilka hat schon in seinem früheren Berufsleben bei den Pensionskassen von Hoechst und der Continental dazu geneigt, das Risikomanagement in den Mittelpunkt zu stellen und die Managementebene im Hinblick auf möglichst exakte Hedges passiv abzubilden. Damals hat sich Hilka als Geschäftsführer übrigens selbst um das operative Risikomanagement gekümmert.

Ein breiteres Betätigungsfeld entsteht für Asset Manager, wenn absolute Renditen auf Fondsebene angestrebt werden. „Die Antwort auf die Frage, welcher Ansatz besser ist, lässt sich mit der Fähigkeit beantworten, gute Manager zu finden“, so Hilka. Hilkas Gedanken spiegeln sich auch in einer aktuellen State-Street-Studie zu Asset-Manager-Trends wider. Diese Studie sieht einen Trend zu großen Anbietern mit One-stop-shop-Kapazitäten und einen Trend zu komplexen, auf Derivaten basierenden Portfolios, mit denen sich neue Renditequellen erschließen lassen sollen. Außerdem würden die Bedürfnisse der Anleger besonders wegen der stärkeren Regulierung und der Globalisierung in eine zunehmende Komplexität münden. Boutiquen, die sich auf Multi-Asset-Strategien konzentrieren, müssen sich etwas weniger Sorgen vor einer Abkehr vom Spezialistentum machen. Diesen Anbietern kommt auch zupass, dass Investoren im Falle einer Auslagerung öfters Häuser suchen, an die sie mehr Aufgaben und Verantwortung abgeben. „Multi-Asset-Manager hatten es in der Vergangenheit wegen des Spezialisierungsgedankens und wegen der Benchmark-Mandate bevorzugenden Berater schwerer. Mit dem Bedarf an risky Assets steigt aber auch die Nachfrage nach

Themen 2012:



PAPIERWERT ODER WERTPAPIER: DIE AKTIE

Die Verbannung der Aktie aus den Portfolios schreitet fort. Dabei sind Aktien die Antwort auf alle Gebete. Aktien verbrieften ein reales Asset, sind liquide und bieten hohe Ausschüttungen. Bei einer weniger orthodoxen Aktienbewirtschaftung zugunsten der Genesis eines adäquateren Umgangs besteht Hoffnung auf eine Aktienwiederauferstehung.

17. Oktober 2012, Hyatt Regency Düsseldorf



TRENDS IN TRANSITIONS UND TRANSACTIONS

Die impliziten Kosten werden oft vernachlässigt. Mit der richtigen Handelsstrategie beim Umschichten von Portfolios und sorgfältigen Analysen der Transaktionskosten lässt sich jedoch jede Menge Geld sparen.

16. Oktober 2012, Hyatt Regency Düsseldorf



CUSTODY UND ADMINISTRATION

Kennen Sie sich mit Drittverwahrung und der Haftung Ihrer Depotbank aus? Wenn nicht, dann melden Sie sich an.

16. Oktober 2012, Hyatt Regency Düsseldorf

Besuchen Sie die wichtigste Konferenz

der institutionellen Kapitalanlage:

Von Investoren für Investoren

Mit freundlicher Unterstützung von:

Premiumsponsor



Sponsor



Medienpartner



Anmeldung und Information
portfolio-masters.de

systematischen Multi-Asset-Strategien, wie zum Beispiel Diversified-Beta- oder Diversified-Growth-Fonds. Solche Produkte können auch aus regulatorischer und kostentechnischer Sicht interessanter als ein Offshore-Dachhedgefonds sein“, erklärt Heinz Kasten von Mercer Investment Consulting. „Diesen Fonds billigt man dann auch mehr Verantwortung zu.“ Schwierig ist es bei diesen Fonds aber mangels gut definierter Benchmarks und langjähriger Track Rekords, die Leistungen des Managers einzuordnen.

Wenn die Betas aber partout nicht nach oben wollen, ist ein Investor auf die Beimischung von guten Alpha-Managern angewiesen. Diese werden nirgendwo so stark wie in den alternativen Segmenten gesucht. Und nirgendwo als in den alternativen Segmenten ist der Trend zur Vermeidung einer Fee-Ebene und zu konzentrierteren Asset-Manager-Beziehungen stärker zu beobachten. Laut dem Private-Equity-Spezialisten Preqin konnten Dachfonds, denen 2011 und 2010 der Final Close gelang, gerade noch pro Jahr etwa 16 Milliarden Dollar einsammeln. 2009 konnten die Beteiligungsdachfonds dagegen noch bei knapp 29 und 2008 bei etwa 51 Milliarden Dollar schließen. Verdoppeln wird sich dagegen im Vergleich zu den Jahren 2010 bis 2011 gemäß den Plänen der derzeit Gelder einsammelnden Fund-of-Funds mit 14 Prozent der Anteil der geplanten direkten Co-Investments. Dies zeigt, so Preqin, dass Dachfonds und ihre Investoren die mit diesen Investments verbundenen größeren Risiken im Gegenzug für geringere Gebühren und potenziell höheren Renditen tragen wollen. Ins Bild passt, dass in den klassischen Fund-of-Funds laut der Preqin-Analyse der Asien-Anteil stark steigen wird.

_Fallbeispiel Enovos

Ein pars pro toto: der Kauf eines Anteils von Enovos, dem größten Energieversorgungsunternehmen in Luxemburg, in Höhe von 330 Millionen Euro durch den noch nicht final geclosten Infrastrukturfonds III von Axa Private Equity. Die Enovos-Transaktion wurde auch als Direktinvestment angeboten – zunächst nur den aktuellen Fondsinvestoren, um diese auf der Kostenseite nicht zu benachteiligen. Dabei dürfte es auch bleiben: „Eine weitere Syndizierung an Investoren, die den Axa-Infra-III-Fonds nicht gezeichnet haben, ist aktuell nicht notwendig“, so Michael Reuther, Investment Director bei Axa Private Equity. Parallel in den Versorger direkt und als LP zu investieren reduziert die Gebühren und sichert Investoren gleichzeitig den Know-how-Zugang zu den Infrastrukturexperten von Axa Private Equity. Wie groß das Interesse an Enovos ist, zeigt sich darin, dass laut Reuther manche Fondszeichner einen Betrag in Höhe ihres Fonds-Commitments auch direkt in den Versorger investieren. Für Externe, die sich auch gerne bei Enovos direkt beteiligen wollen, dürfte der Enovos-Deal ein Anreiz sein, doch noch den Fonds zu zeichnen.

Um neue Fonds aufzulegen, suchen Private-Equity-Anbieter verstärkt ihr Heil darin, mit Infrastrukturfonds die Mode-Asset-Klasse schlechthin aufzulegen oder auf die Full-Service-Schiene einzu-

schwenken und sich als Managed-Account-Anbieter zu positionieren. Besonders stark auf Managed Accounts fokussiert haben sich zum Beispiel Hamilton Lane und Portfolio Advisors. Andererseits bewegen sich manche Berater in Richtung Asset-Management-Lösungen. „Generell ist es schwieriger geworden, die Grenzen zwischen reinen Beratern, Investment Advisory und Dachfonds zu ziehen“, erklärt Uwe Fleischhauer von Yielco.

Dr. Petra Salesny von Alpha Associates erläutert die Dienstleistungen eines Managed Accounts: „Wir schlagen die Quoten für Geografie und Sektoren vor, kümmern uns um Kapitalabrufe, rechtliche Fragen, Ausschüttungen, Strukturierungen für Aufsichts- und Steuerrecht, erstellen Cashflow-Projektionen und Szenarioanalysen sowie ein umfassendes Reporting.“ Im Unterschied zu Dachfonds ist dieses Dienstleistungspaket aber nicht standardisiert, sondern individuell auf einen Kunden zugeschnitten. Die Maßschneiderung hat für diesen die beiden großen Vorteile, dass er Strategie, Investitionsgeschwindigkeit und die Cashflows mitsteuern kann. Die hier bisher vor allem als Osteuropa-Spezialist bekannte Alpha Associates ist bereits im Heimatmarkt Schweiz unter anderem für die Pensionskasse der Credit Suisse als „Mac“ tätig und exportiert dieses Angebot nun auch nach Deutschland. Salesny: „Wir sehen unter anderem wegen des regulatorischen Umfelds gerade bei Managed Accounts Wachstumschancen.“

Allerdings ist Alpha Associates hierzulande nicht mehr der erste Anbieter. Mandate haben zum Beispiel bereits Hamilton Lane, Pantheon und LGT. Hinzu kommen neben den klassischen Consultants – als ein deutsches Phänomen – die sogenannten verlängerten Werkbänke Mackewicz & Partner, FHP Private Equity Consultants von Götz Hoyer, Yielco, die Riam Alternative Investments GmbH von Philippe Roesch, Palladio Partners oder auch die beiden Schweizer SCM und Montana Capital Partners. Deren Tätigkeitsspektrum reicht von Due-Diligence-Anfragen bis hin zur Auflage und Begleitung von Private-Equity-Programmen. „Entstanden sind diese Boutiquen aus der Unzufriedenheit mit den Preisvorstellungen und der Transparenz der Preisfindung bei den Angeboten der Großanbieter“, sagt Detlef Mackewicz. „Außerdem sind wir Boutiquen auch individueller.“ Philippe Roesch argumentiert ebenfalls mit der höheren Individualität im Vergleich zu Dachfondsmanagern, auch wenn sie Managed Accounts anbieten: „Meine Maßschneiderung findet abhängig von der bereits bestehenden sonstigen Allokation des Investors auf den Ebenen Regionen, Segmente, Vintages, General-Partner-Profilen und Fondstyp sowie den Opportunitäten statt. Dachfondsmanager fahren dagegen drei bis fünf Key-Strategien für ihre Managed Accounts.“ Ex-Auda-Mann Roesch kritisiert zudem die Reporting-Qualität vieler dieser Anbieter, die nicht immer über jeden Zweifel erhaben sei.

Insbesondere bei Infrastruktur, die bei der herrschenden Aktienphobie den Status als erster Ausweg aus dem Zinsrenditetief zu haben scheint, ändert sich das Anbieter-Nachfrager-Bild sehr stark. „Investoren wollen nicht mehr nur noch vorgefertigte Standardprodukte, zum Teil mit Blind-Pool-Charakter und einer Überdiversifikation“,

beschreibt Mike Rieder von Palladio Partners die Situation. „Vielmehr werden zunehmend bedarfsgerechte, individuelle Lösungen gesucht und Konzepte nachgefragt, die einen klaren Fokus auf bestimmte Themen haben oder zum Beispiel direkt in einzelne Infrastrukturprojekte investieren.“ Hierfür entsteht ein neuer Markt an Anbietern und Konzepten, der für VAG-Anleger aber intransparent ist. Erschwert wird die Auswahl dadurch, dass im Infrastruktursegment ein langjähriger Track Record fehlt, das Thema komplex ist und man sich oft mit unterschiedlichen Parteien, wie Projektentwicklern, Asset Managern, Anwälten und Wirtschaftsprüfern, auseinandersetzen muss. Dies ist alleine in der Regel nicht machbar und bedarf spezialisierter Berater sowie eines relativ hohen Zeitaufwands. Diese Faktoren ziehen wieder-

voluminösen Investments schürt nämlich die Gefahr von Klumpenrisiken. Dem lässt sich per Club Deal mit gleichgesinnten Investoren abhelfen. Club Deals sind jedoch bei einer Einer-für-alle-Mentalität heikel, wenn sich alle auf den Initiator verlassen.

_Operation Ghostbusters: Jagd auf die Zeitgeister

Wie stark ist der Insourcing-Zeitgeist nun eigentlich tatsächlich? „In Teilen trifft diese These zu, in der Breite aber nicht“, sagt Steven Bayly. Heinz Kasten warnt zu Recht davor, einzelne Deals zu Branchentrends zu extrapolieren. Die Gegenargumente liegen auf der Hand. Versicherer und größere Versorgungswerke haben bekanntlich schon immer direkt in Immobilien investiert und Immobiliendarlehen vergeben. Es sind vor allem größere Versicherer und Versorgungswerke, die sich dank interner Ressourcen selbst verwirklichen können. „Je eigenständiger man agieren möchte, desto mehr Ressourcen gilt es aufzubauen“, so Hilka. So schnell wird man diesen Geist aber auch nicht wieder in die Flasche bekommen. Abzusehen ist, dass in dem gegebenen Zinsumfeld Fees Investoren besonders stark belasten. Abzusehen ist auch, dass Infrastruktur weiter gefragt sein wird und hier Investments in Eigenregie und Berater weiter an Bedeutung gewinnen werden. Abzusehen sind ferner auch weitere Club Deals von miteinander bekannten mittelgroßen Investoren. Der Aufbau interner Ressourcen mag zwar aus optischen Gründen nicht optimal für die GuV sein, da sich Personalkosten dort direkt niederschlagen, während Management Fees in der Nettorendite aufgehen. Dafür schonen Direktinvestments bei illiquiden Anlagen bis auf weiteres die Bilanz.

Und wie stark ist der One-stop-shopping-Zeitgeist nun eigentlich tatsächlich? Da von der Aufsicht forciert, ist er zumindest in der breiten Masse der Anleger stärker als der Insourcing-Zeitgeist ausgeprägt. Goethes Faust frei rezitiert: „Was ihr den Geist der Zeiten heißt, das ist im Grund der Regulierungsherren eigener Geist.“ Diesen gestiegenen Anforderungen der Investoren müssen die Anbieter gerecht werden. „Wir spüren, dass die Anforderungen immer mehr werden“, sagt Carsten Müller, Geschäftsführer der Monega Kapitalanlagegesellschaft. „Die zwei Hauptpunkte sind die Datenbereitstellung



Dr. Oliver Roll, Max.xs

Größe ist kein Garant für Qualität.

rum oft auch größere Mindestinvestitionssummen nach sich. Ein Paradebeispiel: Amprion. „Infrastrukturprojekte erfordern einen ständigen Dialog zwischen Investor und Berater. Diesen können standardisierte Lösungen oft nicht leisten“, so Rieder. Rieder erwähnt einen institutionellen Investor, den Palladio Partners in dessen kompletter Allokation in erneuerbare Energien berät, sowie ein allgemein großes Interesse an individuellen Konzepten für Onshore-Wind in Deutschland.

Die Besonderheiten von Infrastruktur machen auch neue Strukturen bei den Anbietern ratsam, und gerade für Assets mit stetigen, aber eher niedrigen Renditen muss nicht unbedingt ein Fondsprodukt die erste Wahl sein. Auch die Komplexität von Infrastruktur kann mit Standardprodukten nicht für jeden Investor optimal und individuell abgebildet werden. Dagegen lassen sich mit Standardprodukten die Losgrößen dosieren. Der wegen des Aufwands entstehende Zwang zu

