

# DOSSIER

JUN - JUL 16 | JAHRGANG 15 AUSGABE 29 | DPN-ONLINE.COM

**Michael Lennert**  
Chefredakteur dpn,  
Financial Times  
(Moderator)

**Ingo Heinen**  
Managing Director,  
BlackRock

**Dr. Dennis Hänsel**  
Head Portfolio  
Solutions,  
Deutsche Asset  
Management

**Peter Hollmann**  
Gründungs-  
gesellschafter,  
PatriCon

**Manfred Mönch**  
Geschäftsführender  
Gesellschafter,  
GAC Gesellschaft für  
Analyse und Consulting

**Ulrich Buchholtz**  
Freier Journalist,  
dpn-Autor  
(Moderator)



**ROUNDTABLE**

# ALTERNATIVE INVESTMENTS

SPONSOREN

**BLACKROCK®**

Deutsche  
Asset Management 



## **Chefredakteur**

Michael Lennert (ML)  
michael.lennert@ft.com  
Tel. +49 (0) 69 1568 5117

## **Korrespondent Berlin,**

Pensions Management  
Pascal Bazzazi (PBA)

## **Mitarbeit**

Eckhard Bergmann (BGM)  
Nikolaus Bora (NBO)  
Ulrich Buchholtz (UBU)  
Kirsten Kücherer (KK)  
Ina Lockhart (INA)  
Bernhard Raos (BRA)  
Michaela Zin Sprenger (MZS)

## **Produktion**

Norbert Bretschneider

## **Art Director**

Harriet Thorne

## **Herausgeber**

Eduardo Llull

## **Anzeigen**

Eve Buckland  
eve.buckland@ft.com  
Tel. +44 (0) 20 7775 6324

© Financial Times Limited, 2016. «dpn» und «dpn brief» sind Warenzeichen der Financial Times Limited. «Financial Times» und «FT» sind eingetragene Warenzeichen und Dienstleistungszeichen der Financial Times Limited. Alle Rechte vorbehalten. Kein Auszug aus dieser Veröffentlichung darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung des Chefredakteurs reproduziert oder in irgendeiner Form für Werbezwecke verwendet werden. Wir übernehmen keine Haftung für Verluste, die Dritten dadurch entstehen, dass sie als Ergebnis von Informationen, die in dieser Veröffentlichung erschienen sind, gehandelt oder nicht gehandelt haben. Spezielle Fragen sind immer mit dem entsprechenden Berater zu besprechen. The Financial Times Limited ist in England und Wales eingetragen: Nummer 227590.

## **Redaktion**

Tel. +49 (0) 69 1568 5117  
Fax +49 (0) 69 1568 5155  
Grüneburgweg 16-18  
60322 Frankfurt/Main

## **Verlag**

Financial Times Limited  
One Southwark Bridge  
London SE1 9HL  
Großbritannien

## **Abonnement**

Bestellungen im Internet unter:  
www.dpn-online.com/subscribe oder schicken Sie eine  
Mail an: dpn.subscription@mup-pv.de  
oder per Tel. +49 (0) 89 13928 4235

## **Aboservice**

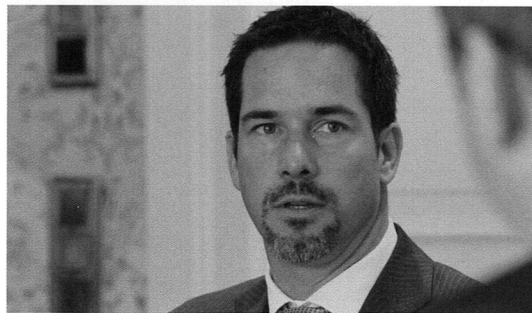
Bei Adressänderungen, Änderungen von  
Bezugspersonen, Abbestellungen usw. schicken Sie  
eine Mail an: dpn.subscription@mup-pv.de  
oder per Tel. +49 (0) 89 13928 4235

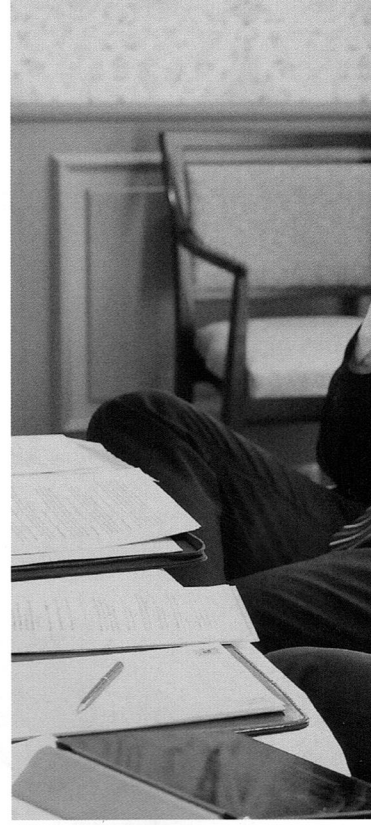
## **Erscheinungstermin**

Juni 2016

## **ISSN**

1476-3028





# Alternative Anlagen sind alternativlos

An einer Auseinandersetzung mit den alternativen Investments führt für die meisten institutionellen Anleger kein Weg vorbei, so das Fazit des dpn-Roundtable mit vier Experten. Allein schon das Niedrigzinsumfeld zwingt dazu. Auseinander gingen die Meinungen bei der Frage, welche der alternativen Investments von dieser Entwicklung am stärksten profitieren werden.



---

**ROUNDTABLE**





## ROUNDTABLE ALTERNATIVE INVESTMENTS

**Alternative Investments sind ein sehr breites Feld: Es reicht von Immobilien, Private Equity, Sachwertanlagen über Hedgefonds und Liquid Alternatives bis hin zu Alternative Debt. Welche alternativen Anlagen halten Sie derzeit für institutionelle Anleger unter Chancen-Risiko-Aspekten für attraktiv?**

**Ingo Heinen:** Wir haben am Jahresende unsere 200 größten institutionellen Kunden befragt. Mehr als die Hälfte von ihnen sagte, dass sie die Alternatives verstärken wollten – vor allem Real Estate und Infrastructure, gefolgt von Private Equity. Opportunities in Europa sehe ich zum Beispiel bei Private Credit, weil der Bankenmarkt Risiken noch nicht so stark abgebaut hat wie in den USA. Bei den erneuerbaren Energien finden Investoren unkorrelierte Erträge. Sie müssen sich natürlich regulatorische und andere Risiken genau anschauen. Die Immobilien der institutionellen Anleger sind häufig noch stark im eigenen Land konzentriert. Dabei gibt es oft in anderen Ländern Möglichkeiten für Erträge, die ich vor der eigenen Haustür nicht mehr erzielen kann.

**Peter Hollmann:** Wir verschreiben uns ganz bewusst den liquiden Alternativen. Man kann diese Anlagen Hedgefonds nennen oder auch nicht. Entscheidend ist für uns der absolute Ertrag. Das Wort Absolutum bezeichnet im Lateinischen das Losgelöste, das Unabhängige – in diesem Fall von einem Marktrisiko. Wir sehen mit einiger Sorge, dass bei vielen Investoren die Risiken der festverzinslichen Anlagen zunehmen. Stichwort High Yield: Wissen die Anleger wirklich, was sie sich da ins Portfolio hineinholen? Stichwort Private Debt: Warum will man Kredite, die andere nicht mehr vergeben wollen?

**Was würden Sie stattdessen empfehlen?**

**Hollmann:** Wir halten qualifizierte Multi-Strategy- und Multi-Manager-Lösungen für attraktiv, vor allem die in Summe marktneutralen. Wir sehen sie auch als Ersatz für Festverzinsliche – und zwar durchaus mit einer Allokation von 15 bis 30 Prozent des Vermögens. Die Zielrendite eines solchen Ansatzes sollte bei ungefähr 4 bis 5 Prozent liegen, die Volatilität bei 3,5 bis 5,0 Prozent, Sharpe Ratios von nachhaltig mehr als 0,7 sind durchaus akzeptabel. Historische Sharpe Ratios von mehr als 1,0 sind unserer Meinung nach inzwischen nicht mehr reproduzierbar und die Zeit der Titanen bei den Hedgefonds ist vorbei. Der Faktor



### **MANFRED MÖNCH GAC GESELLSCHAFT FÜR ANALYSE UND CONSULTING**

Der 47-jährige Diplom-Kaufmann ist geschäftsführender Gesellschafter der GAC Gesellschaft für Analyse und Consulting, die Reports über die Asset Allocation institutioneller Anleger erstellt und diese zum Einsatz neuer und alternativer Asset-Klassen berät. Mönch war zuvor unter anderem für Sachsenfonds, LGT, Real I.S., UBS und KGAL tätig.

Investment-Genie wird dramatisch überschätzt – sofern es ihn überhaupt gibt.

**Wie reagieren Ihre Beratungskunden auf diese Vorschläge?**

**Hollmann:** Wir rennen keine offenen Türen ein. Dabei ist erstaunlich, was heute am Markt Käufer findet: Immobilien mit Faktoren über 30, Private Debt ohne messbare Illiquiditätsprämie ... Aber wenn etwas nach Hedgefonds klingt, wird es schwierig.

**Dr. Hänsel, welche Alternatives halten Sie derzeit für attraktiv?**

**Dr. Dennis Hänsel:** Bei den liquiden Anlagen finde ich die Möglichkeit, mit unterschiedlichen Hedgefonds-Strategien genau das im Portfolio zu erzeugen, was der Investor braucht, sehr spannend. Außerdem bin ich ein großer Freund davon, Risikofaktoren wie Value, Size oder Momentum in den verschiedenen Asset-Klassen zu nutzen. Bei den illiquiden Anlagen gibt es Opportunitäten, weil die Banken ihre Aktivitäten überprüfen. Allerdings ist dann – ähnlich wie bei Infrastruktur oder Private Equity – die Managerauswahl wichtig, weil die Markttransparenz nicht so hoch ist wie bei den liquiden Anlagen.

**Herr Mönch, Ihr Favorit?**

**Manfred Mönch:** Ich halte nicht viel von Versuchen, Asset-Klassen zu timen, sehe aber natürlich den Preisdruck in vielen Bereichen: In München gehen Wohnimmobilien zu einem Kauffaktor vom 36fachen der Jahresmiete weg. Solaranlagen werden zu einer Rendite von 3,5 Prozent gekauft, obwohl sie teilweise schon durch zwei oder drei Hände gingen. Wenn ich mich auf eine Asset-Klasse festlegen müsste, würde ich derzeit eher zu Private Equity tendieren. Dort haben die Manager noch die besten Möglichkeiten, auf geänderte Rahmenbedingungen zu reagieren. Wenn dagegen bei einer Solaranlage etwas die Kosten stärker steigen als geplant, gibt es nicht viele Handlungsmöglichkeiten. Die Einnahmenseite ist für lange Zeit festgelegt.

**Sie analysieren die Asset Allocation vieler institutioneller Anleger. Nimmt die Bedeutung alternativer Investments zu?**

**Mönch:** Insgesamt betrachtet ja. Allerdings ist

„Wenn ich mich auf eine alternative Asset-Klasse festlegen müsste, würde ich momentan zu Private Equity tendieren. Dort haben die Manager noch die besten Möglichkeiten, auf geänderte Rahmenbedingungen zu reagieren.“

**MANFRED MÖNCH**

das in den verschiedenen Investorengruppen unterschiedlich stark ausgeprägt. Bei den Lebensversicherungen tut sich relativ wenig. Die durchschnittliche Immobilienquote liegt dort seit Jahren bei ungefähr 4 Prozent. Infrastruktur und Private Equity finden sich zwar in vielen Portfolios, aber meist nur in homöopathischen Dosen von weniger als 1 Prozent. Die Firmenpensionskassen sind dagegen schon deutlich breiter ausgerichtet. 80 bis 90 Prozent der Pensionskassen sind in Immobilien investiert, die durchschnittliche Immobilienquote beträgt ungefähr 8 Prozent. Etwa jede vierte Firmenpensionskasse hat Private Equity, mit einer durchschnittlichen Quote von 2 bis 3 Prozent. Über erneuerbare Energien sind inzwischen auch einige in Infrastruktur investiert. Am weitesten sind die Versorgungswerke. Sie kommen mittlerweile auf eine Immobilienquote von rund 14 Prozent. Jedes fünfte Versorgungswerk liegt sogar bei mehr als 20 Prozent. Auch bei Private Equity und Infrastruktur ist in dieser Investorengruppe am meisten passiert.

**Wie sieht es bei den Family Offices aus?**

**Hollmann:** Direkte Unternehmensbeteiligungen, eventuell Private Equity und fast überall Immobilien sind die Favoriten.

**Herr Heinen, welche Entwicklungen sehen Sie bei Ihren institutionellen Kunden in Sachen Infrastruktur?**

**Heinen:** Wir beobachten bei den Versicherungen regulierungsgetrieben eine große Nachfrage nach Infrastructure Debt mit langen Laufzeiten von zehn bis 20 Jahren, die gut zu ihren Verpflichtungen passen. Die Renditen liegen dabei – im Senior-Bereich, abhängig von der Region – ungefähr zwischen 3,5 und 5,0 Prozent.

**Solche Anlagen erleichtern das Asset-Liability-Management, das unter Solvency II noch an Bedeutung gewinnt?**



## ROUNDTABLE ALTERNATIVE INVESTMENTS

**Heinen:** Ja. Ob Versicherung oder Pensionsfonds, früher hat man solche Verpflichtungen zum Beispiel über langlaufende Staatsanleihen abgesichert. Ich glaube, dass dies künftig verstärkt über Alternatives geschehen wird: etwa über Infrastructure Debt, Real Estate Debt oder Middle Market Lending, also Kredite an mittelgroße Unternehmen. Ich sage unseren Kunden: „There is no alternative to alternatives.“ Wobei der Begriff „alternative Investments“ in Deutschland immer noch einen Beigeschmack hat. Dabei werden diese Anlagen in den nächsten Jahren zum Mainstream werden.

### Ihre Einschätzung, Dr. Hänsel?

**Hänsel:** Wir sehen auch eine starke Nachfrage von Versicherern nach solchen alternativen Investments mit einem relativ stabilen Cashflow. Die Investoren nutzen sie zunehmend als Substitut für Anleihen. Bei der Infrastruktur finden sie ein breites Spektrum: von Anlagen mit wenig Risiko und einem Renditeziel von 2 bis 3 Prozent bis hin zu risikoreichen Investments mit Aussichten auf 6 bis 7 Prozent Rendite.

**Mönch:** Aus meiner Sicht ist bei Infrastruktur eine breite Streuung erforderlich, um die – Risiken zu diversifizieren: über mehrere Klassen – zum Beispiel erneuerbare Energien, Straßen oder Hafenanlagen –, über verschiedene Stadien und über mehrere Manager.

### Welche Risiken sehen Sie bei Infrastruktur?

**Mönch:** Zum Beispiel regulatorische Risiken. Und in der Finanzkrise 2008/2009 sind konjunkturelle Risiken zum Beispiel auch auf Hafenanlagen in Amerika durchgeschlagen.

### Finden Sie derzeit genügend Infrastrukturprojekte für Investments?

**Heinen:** Es ist nicht leicht, die richtigen Projekte zu finden. Aber mit einem guten Sourcing gelingt es. Sie müssen dafür Leute vor Ort haben. Außerdem halte ich es für wichtig, dass ein Anbieter Kapazitätsgrenzen für seine Fonds definiert. Wenn eine Strategie auf eine halbe oder eine Milliarde Euro begrenzt ist, kann sie auch in Nischenmärkten investieren. Dagegen geht ein Fonds mit 10 Milliarden Euro Volumen vorrangig in große Deals, die markt bekannt sind, entsprechend stark nachgefragt werden und deshalb niedrigere Renditen bringen.

„Bei den Hedgefonds gewinnen die europäischen UCITS und AIF mit täglicher Liquidität, transparenter Depotbank und qualifizierter Kapitalverwaltungsgesellschaft an Bedeutung.“

**PETER HOLLMANN**

**Mönch:** Der Zugang eines Managers zu geeigneten Assets ist ein wichtiger Aspekt. Deshalb sollte man bei der Managerauswahl nicht nur auf den Track Record schauen, sondern auch auf die aktuelle Pipeline. Dabei kommt es weniger darauf an, ob ein bestimmtes Projekt wirklich in meinem Fonds landet. Der Manager soll vielmehr zeigen, wie sein Zugang zu Objekten ist. Außerdem empfehle ich, mindestens eine Due Diligence des Managers komplett nachzuvollziehen. Auch dabei geht es mir in erster Linie darum, die Denke des Asset Managers kennenzulernen: Wie hat er gesourct? Welche rechtliche Due Diligence hat er vorgenommen? Wie hat er sein Finanzmodell aufgebaut? Das ist ein bisschen mühselig, hilft aber sehr bei der Einschätzung des Managers.

### Wie sind Ihre Erfahrungen mit dem Sourcing, Dr. Hänsel?

**Hänsel:** Das Sourcing ist definitiv nicht einfach. Es hängt aber auch von der Renditeerwartung ab. Das Zinsniveau ist in den vergangenen Jahren stark gesunken. Das reflektiert natürlich auch der Markt für Infrastrukturanlagen. Ich sehe unsere Aufgabe als Asset Manager außerdem nicht allein in der Rolle des reinen Intermediärs, der A und B zusammenbringt, um gemeinsam ein Objekt zu kaufen. Wir strukturieren Portfolios und managen deren Risiken für diejenigen unserer Kunden, die vielleicht über 200 bis 500 Millionen Euro Kapitalanlagen verfügen und nur über solche Fonds breit diversifiziert in alternative Anlagen investieren können.

### Welchen Betrag muss ein kleiner institutioneller Investor mitbringen, wenn er in alternative Anlagen investieren will?

**Hollmann:** Die institutionellen Tranchen für liquide Produkte fangen entweder bei 100.000 oder bei einer Million Euro an.

**Mönch:** Das typische Mindestticket für einen institutionellen Infrastruktur- oder Pri-



**PETER HOLLMANN  
PATRICON**

Der 55-jährige Diplom-Kaufmann ist Gründungsgesellschafter der PatriCon Principal Consulting in Frankfurt/Main. Das Beratungsunternehmen konzentriert sich auf vermögende Familien, Family Offices und Stiftungen, weniger auf regulierte Investoren. Hollmann war zuvor unter anderem für die Deutsche Asset Management und Goldman Sachs tätig.

vate-Equity-Fonds liegt in der Regel bei 5 Millionen Euro.

**Hänsel:** Die Fonds für einzelne Investoren beginnen bei ungefähr 50 Millionen Euro. In der Kombination mit anderen Investoren sehe ich das Minimum auch bei ungefähr 5 Millionen Euro. Kleinere Losgrößen können sich ergeben, wenn es Notes auf solche Investments gibt. Bei den liquiden Alternatives kann ein kleinerer institutioneller Anleger möglicherweise auch über eine Fund-of-Funds-Struktur oder eine Managerplattform mitinvestieren. Das fängt dann ungefähr bei einer Million Euro an.

**Was halten Sie von dem Trend zu Spezialimmobilien wie Gefängnissen, Alten- und Studentenwohnheimen?**

**Heinen:** In Großbritannien haben diese Objekte teilweise Mietverträge von 20 bis 30 Jahren. Das finden besonders die lokalen Pensionskassen gut, weil sie mit den relativ sicheren Erträgen aus solchen Anlagen ihre langlaufenden Verpflichtungen absichern können. Wir hatten das Thema vorhin schon angesprochen: Das sind die Liability Driven Investments (LDIs) der nächsten Generation.

**Mönch:** Die Spezialisierung auf Nischen nimmt immer zu, wenn die Renditen sinken und der Druck größer wird. Deshalb gibt es inzwischen schon Fonds, die nur in Studentenwohnheimen investieren oder nur in B-Städte, nur in Luftverkehr oder nur in Wald. Das ist eine normale Marktbewegung.

**Hollmann:** Die reine Immobilienanlage mit ihren sinkenden Renditen wird inzwischen gerne mit Immobilienentwicklung vermischt, die höhere Renditen verspricht, aber auch deutlich andere Risiken beinhaltet. Immer mehr Anleger machen das mit. Hoffentlich sind sie sich aller Risiken bewusst, die sie damit eingehen.

**Welche Entwicklungen sehen Sie bei den Hedgefonds?**

**Hollmann:** Die europäischen UCITS und AIF mit täglicher Liquidität, transparenter Depotbank und qualifizierter Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) gewinnen an Bedeutung. Vor Jahren gab es viele alternative Manager, die niemals ein solches UCITS-Produkt auflegen wollten. Und 18 Monate später waren die Produkte da. Die Palette ist seitdem explosiv am Wachsen,



## ROUNDTABLE ALTERNATIVE INVESTMENTS

mittlerweile bekommt man das Who's who der Industrie im liquiden Mantel.

**Funktioniert die Übertragung der Strategien in den UCITS-Mantel? Damit gab es in der Vergangenheit einige negative Erfahrungen.**

**Hollmann:** Das hängt von der Strategie ab. Klassisches Aktien-Long/Short ist mehr oder weniger problemlos darstellbar. Marktneutrale Strategien auch. Event Driven nur fallweise und zum Beispiel Merger Arbitrage eher nicht.

**Wie gut kommen diese Fonds an?**

**Hollmann:** Das Produktverständnis, die Produktkenntnis ist noch am Wachsen. Es gibt zum Teil auch Negativerfahrungen mit Offshore-Hedgefonds, ich will es mal den Madoff-Effekt nennen. Daher muss sich das Vertrauen in die UCITS-Strukturen noch weiterentwickeln.

**Hänsel:** Der Weg von den traditionellen Anlagen in die alternativen erfordert ein Umdenken. In den vergangenen Jahren haben Investoren immer weniger aktive Risiken in ihren Portfolios zugelassen. Unter aktiven Risiken verstehen wir jede Abweichung von traditionellen marktwertgewichteten Indizes. Investoren bevorzugten die Transparenz dieser Indizes und passiver Instrumente. Das bricht gerade erst wieder auf, weil die perfekt transparenten, perfekt zu hedgenden Investments nicht mehr genügend Ertrag bringen. Ich brauche als Investor jetzt neue Möglichkeiten – sei es Illiquidität, liquide alternative Risikoprämien und Smart-Beta-Strategien oder auch Hedgefonds, die durch Short-Positionen Möglichkeiten haben, die ein traditioneller Manager nicht anbieten kann.

**Hollmann:** Es gibt einen ganz wichtigen Punkt bei den alternativen Anlagen: Die Dispersion, die Spannbreite der Renditen ist viel größer als in den traditionellen Asset-Klassen. Wenn ich einen schlechten Aktienmanager erwische, produziert der mir eine einseitige Underperformance. Wenn ich den falschen Hedgefonds, Private-Equity-Fonds oder Infrastrukturfonds auswähle, bekomme ich ganz andere und eventuell wesentlich schmerzhaftere Zahlen. Deshalb sind fachlicher Beistand und eine gute Diversifikation besonders wichtig bei den alternativen Anlagen.

**Mönch:** Die hohe Dispersion betrifft besonders Private Equity. Dort will jeder Anleger

„Der Weg von den traditionellen Anlagen in die alternativen erfordert ein Umdenken. In den vergangenen Jahren haben Investoren immer weniger aktive Risiken in ihren Portfolios zugelassen. Das bricht gerade erst wieder auf.“

**DR. DENNIS HÄNSEL**

in einen Fonds aus dem obersten Viertel der Peer-Group investieren. Meiner Ansicht nach ist es wichtiger, durch eine gute Due Diligence das schlechteste Viertel auszusortieren. Studien zeigen, dass die Konsistenz im schlechten Viertel deutlich höher ist als im besten Viertel. Bei Infrastruktur sehe ich das nicht ganz so. Da ist die Dispersion nicht so hoch, weil die Assets auch nicht so risikobehaftet sind. Unterschiede gibt es natürlich auch dort.

**Wie gehe ich als Investor mit einer hohen Dispersion um?**

**Mönch:** Wenn ich als institutioneller Anleger mit einer nennenswerten Gewichtung in eine solche Asset-Klasse hineingehe, werde ich es auf Dauer nicht vermeiden können, eigenes Know-how aufzubauen. Alternative Anlagen muss ich als Investor oft über einen sehr langen Zeitraum betreuen. Bei den erneuerbaren Energien zum Teil über 20 Jahre. In diesem Zeitraum gibt es regulatorische Änderungen, steuerliche Änderungen, Asset Manager verschwinden wieder vom Markt, obwohl es die Assets noch gibt, und so weiter.

**Kann ich dafür nicht einen spezialisierten Consultant einschalten?**

**Mönch:** Der kann bei Auswahl und Erwerb helfen. Aber zum einen ändert sich auch die Consultant-Welt ständig und zum anderen ist die laufende Betreuung eines solchen Investments für einen Consultant relativ unattraktiv.

**Wie gut ist die Datenqualität bei einer relativ jungen Asset-Klasse wie Infrastruktur?**

**Mönch:** Ich misstrauere den Ergebnissen verfügbarer Datenbanken. Prequin zum Beispiel weist für Infrastruktur Renditen von ungefähr 10 Prozent für die vergangenen Jahre aus. Ein deutscher Investor, der sich daran orientiert, wird enttäuscht werden, weil er meist nicht in die angelsächsisch geprägten Infrastruktur-



**DR. DENNIS HÄNSEL**  
**DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT**

Der 41-jährige Diplom-Kaufmann ist Director und Head Portfolio Solutions bei der Deutschen Asset Management. Er hat an der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt promoviert und zahlreiche Arbeiten zur empirischen Kapitalmarktforschung publiziert. Die Deutsche Asset Management verwaltet rund 71 Milliarden Euro an alternativen Investments.

fonds mit einem relativ hohen Leverage und Private Equity ähnliche Anlagen investiert, sondern in langweilige deutsche Windpark- und Solaranlagen mit einer Rendite von 4 bis 6 Prozent. Auch die Ergebnisse aus Spanien dürften nach den regulatorischen Änderungen nicht an die Prequin-Rendite heranreichen. Ich habe damit angefangen, reale Ergebnisse von Investoren zu sammeln und diese anonymisiert und aggregiert zurückzuspielen, weil ich weiß, dass dafür ein großer Bedarf besteht.

**Wie wichtig ist der Track Record bei der Entscheidung für relativ junge Asset-Klassen?**

**Heinen:** Track Records sind wichtig, aber nur ein Kriterium. Wenn ich als Investor immer erst auf einen Track Record von mindestens fünf Jahren warte, werde ich bei neuen Anlagemöglichkeiten nie zu Beginn dabei sein, sondern erst wenn die meisten anderen Anleger investiert und die Renditen geschrumpft sind.

**Was soll ich stattdessen machen?**

**Heinen:** Ich muss mir die Manager ansehen und hinter die Kulissen schauen: Durch die Pipeline gehen. Den Due-Diligence-Prozess anschauen – warum ist ein Projekt im Portfolio gelandet, warum ein anderes verworfen worden? Haben die handelnden Personen vielleicht schon in anderen Häusern etwas Vergleichbares gemacht? Wie sieht der Track Record dafür aus? Weisen sie vielleicht besondere Fähigkeiten auf, die jetzt helfen, um aus einer neuen Opportunität für mich als Kunden Gewinne zu erzielen?

**Hollmann:** Historische Track Records sind ein gefährliches Pflaster. Oft haben sich wichtige Parameter mittlerweile verschoben. An den Anleiherenditen der vergangenen 30 Jahre kann ich mich heute nicht mehr orientieren. Bei den Aktien ist das reale Wachstum der weltweiten Unternehmensgewinne in den vergangenen zehn Jahren von plus 5 Prozent auf aktuell 0 Prozent geschrumpft. Bei den Hedgefonds sind die Renditen der 1990er Jahre so nicht mehr erzielbar.

**Hänsel:** Bei der Portfoliokonstruktion schaue ich in die Zukunft und stelle mir die Frage, welche Asset-Klasse noch Erträge bringen wird. Das ist jetzt ein bisschen anspruchsvoller als früher. Ich muss besser verstehen, welche Risikofaktoren und Risikoprämien in einer Asset-Klasse stecken.





**INGO HEINEN**  
**BLACKROCK**

Der 43-jährige Diplom-Kaufmann ist Managing Director und Leiter der BlackRock Alternatives Specialists Group für Europa, den Mittleren Osten und Afrika. Zuvor war er unter anderem für die Royal Bank of Scotland, Nomura und Merrill Lynch tätig. BlackRock verwaltet alternative Investments mit einem Volumen von rund 125 Milliarden US-Dollar.



**Wie hoch und wie nachhaltig sind die Risikoprämien von Smart Beta?**

**Hänsel:** Eine Value-Prämie zum Beispiel kann ich auf alle Märkte in entwickelten Ländern zurückrechnen. Sie beträgt ungefähr 3 Prozent im Jahr. Warum sollte sie jetzt nicht mehr persistent sein, nur weil derzeit ungefähr 2 Prozent aller Investments weltweit in Smart Beta gehen?

**Hollmann:** Ich habe noch nie verstanden, was so smart an diesem Beta sein soll.

**Heinen:** Smart ist es dann, wenn Sie es marktneutral darstellen können.

**Hollmann:** Dann wird es smart!

**Was in einer Rückrechnung für die vergangenen zehn Jahre funktioniert hat, muss dies nicht auch in Zukunft tun?**

**Heinen:** Die Risikofaktoren, die Smart Beta zugrunde liegen, haben rund 70 Jahre lang funktioniert und es gibt verschiedene Phänomene, die diese unterschiedlichen Risikofaktoren erklären. Warum sollten sie wieder verschwinden?

**Weil sie inzwischen gezielt für Anlagestrategien ausgenutzt werden?**

**Hänsel:** Es gibt Anomalien am Kapitalmarkt, wie früher einmal den Januareffekt, die dann im Laufe der Zeit verschwinden, weil die Anleger sie kennen und nutzen. Und es gibt Risikoprämien, die entstehen, weil die Investoren für das Tragen eines Risikos entlohnt werden wollen. Ich sehe die Aufgabe eines Anlegers darin, zu schauen, wo es derzeit welche Prämie gibt, und entsprechend zu investieren. Natürlich kann eine Prämie auch sinken – zum Beispiel die Illiquiditätsprämie, wenn viele Anleger dort investieren. Aktives Management und das Nutzen neuer Chancen führen zu einer höheren Effizienz am Markt.

**Wo sehen Sie neue Chancen?**

**Heinen:** Aus meiner Sicht wird es mehr Ansätze geben müssen, die verschiedene alternative Investments miteinander kombinieren, damit auch kleinere Anleger in diese Asset-Klassen investieren können.

**Hollmann:** Ich weiß nicht, ob man liquide und

illiquide Alternatives miteinander mischen sollte. Dadurch wird das gesamte Produkt illiquid. Aber bei Private Equity finde ich einen Dachfonds interessant, weil ich durch zehn oder 15 Private-Equity-Manager in einem Produkt das Dispersionsrisiko in den Griff bekommen kann. Ähnliches gilt auch für die liquiden Alternativen.

**Habe ich dann nicht ein Kostenproblem durch die zusätzliche Gebührenebene?**

**Hollmann:** Je mehr ein Markt wächst und sich institutionalisiert, desto annehmbarer werden auch die Kosten. Zum Beispiel hat sich der Markt für Liquid Alternatives in den vergangenen drei Jahren auf rund 500 Milliarden Euro verfünffacht.

**Hänsel:** Das ist derzeit der am stärksten wachsende Markt. Und die Gebührenstruktur von 2 Prozent im Jahr plus 20 Prozent Performance Fee gibt es auch kaum noch.

**Was ist momentan üblich?**

**Hollmann:** Auf Dachfondsebene zwischen 0,5 und 1 Prozent im Jahr ohne Performance Fee. Bei den Zielfonds 1 bis 2 Prozent im Jahr und eine Performance Fee zwischen 10 und 20 Prozent. Performance-Fee-Kaskaden dürfte es kaum noch geben.

**Welche neuen Chancen sehen Sie, Dr. Hänsel?**

**Hänsel:** Ich bin der Meinung, dass Smart Beta, so wie wir es verstehen, noch ganz am Anfang steht. Das wird noch viel, viel größer werden – so mein Eindruck aus den Gesprächen, die ich führe. Auch bei den Hedgefonds wird die Entwicklung weitergehen. Mich fragen mittlerweile institutionelle Anleger, von denen ich es nie erwartet hätte, ob es vernünftige CTA-Strategien für Managed Futures gibt. Das traditionelle Multi-Asset der vergangenen Jahre mit drei Anlageklassen und einem Risikobudget auf Jahresebene funktioniert nicht mehr. Das Risikobudget verbrennt bei kleinster Volatilität und weil ich bei den Anleihen kaum noch einen Zins erhalte. Die Investoren brauchen neue Lösungen.

**Herr Mönch, was halten Sie von Private Equity?**

**Mönch:** Private Equity wird von vielen Anlegern noch unterschätzt. Ich sehe es als Teil



„Wir analysieren das Risiko mit mehr als 1.000 einzelnen Faktoren, um herauszufinden, welche Risiko- und Ertragstreiber ein Portfolio aufweist. Das Schöne an den alternativen Anlagen ist, dass sie andersartige Risiko- und Ertragstreiber ins Portfolio bringen.“

**INGO HEINEN**

der Aktienquote. Wenn man die Illiquidität aushalten kann, würde ich ein Viertel oder ein Drittel der Aktienquote in Private Equity investieren, um diese Prämie abzuschöpfen.

**Heinen:** Aus einer globalen Sicht ändert sich der Ansatz bei Private Equity. Etliche Investoren gehen nicht mehr in Fund-of-Funds-Konzepte. Zum einen spielen die Kosten dabei eine große Rolle. Zum anderen haben die Anleger, die seit zehn und mehr Jahren in Private Equity investiert sind, inzwischen so viel Expertise, dass sie jetzt auch in einzelne Co-Investments hineingehen. In Deutschland ist die Entwicklung noch nicht ganz so weit.

#### **Wie sieht es bei Rohstoffen aus?**

**Heinen:** Die Rohstoffmärkte funktionieren anders als die Kapitalmärkte. Das haben manche Investoren lernen müssen.

#### **Wie kann ein Risikomanagement für alternative Anlagen aussehen?**

**Heinen:** Unseren Unternehmensgründern war und ist Risikomanagement sehr wichtig. Wir analysieren das Risiko mit mehr als 1.000 einzelnen Faktoren, um herauszufinden, welche Risiko- und Ertragstreiber ein Portfolio aufweist. Das gilt auch für die alternativen Anlagen. Das Schöne an diesen Investments ist, dass sie andersartige Risiko- und Ertragstreiber ins Portfolio bringen. Es kann aber auch Überschneidungen geben. Zum Beispiel kann eine Infrastrukturanlage regulatorische oder Kreditrisiken gegenüber Ländern aufweisen, die schon bei den Anleihen im Portfolio stark gewichtet sind.

#### **Bei den erneuerbaren Energien gibt es noch keine lange Datenbasis.**

**Heinen:** Die Historie ist noch nicht so lang wie bei traditionellen Anlagen. Dieses Limits sollte man sich immer bewusst sein. Aber es gibt

eine jahrzehntelange Historie zum Windaufkommen und zur Sonneneinstrahlung in den verschiedenen Regionen. Die können Sie natürlich in das System einspeisen.

#### **Was halten Sie für wichtig beim Risikomanagement der alternativen Anlagen, Dr. Hänsel?**

**Hänsel:** Erstens zu schauen, wie gut das alternative Investment zu meinem bestehenden Portfolio passt. Zum Beispiel haben fast alle illiquiden Anlagen auch Sensitivitäten zu traditionellen Risikotreibern wie Zins, Inflation, Credit Spread, Aktienrisiko und so weiter. Das sollte man natürlich beachten. Zweitens darf der Anteil illiquider Anlagen nur so hoch sein, wie der Investor sie auch im größten Stress halten kann. Wer in einer Situation wie 2008/2009 illiquide Anlagen verkaufen muss, verliert die erhoffte Prämie für immer. Und Illiquidität fängt in Stresszeiten schon bei kleinen Aktien und speziellen Anleihen an, nicht erst bei Private Equity und der 20-jährigen Infrastrukturanlage.

#### **Wie wird die Zukunft der alternativen Anlagen in fünf Jahren aussehen?**

**Heinen:** Sie werden dann stärker in den Portfolios vertreten sein – und hoffentlich nicht mehr alternativ genannt werden.

**Hänsel:** Man wird über diese Anlagen dann nicht mehr so sprechen, als seien sie etwas völlig Neuartiges oder zu Komplexes.

**Mönch:** Ich sehe in den nächsten fünf Jahren noch viel Luft für einen Ausbau bei Private Equity und Infrastruktur. Bei den Immobilien haben aber manche institutionelle Anleger schon das Ende der Fahnenstange erreicht.

**Hollmann:** Ich hoffe, dass die durch Basel III und Solvency II stark reglementierten Investoren dann durch eine regulative Erleichterung besser in alternative Anlagen investieren können.

#### **Welcher Bereich der alternativen Anlagen wird sich in den nächsten fünf Jahren am stärksten entwickeln: der liquiden oder der illiquiden?**

**Hänsel:** Vom Volumen her der liquiden.

**Heinen:** Ich glaube, dass wir mehr Wachstum im illiquiden Bereich sehen werden. ●