

Gastbeitrag

SACHWERT-INVESTMENTS

Analyse, Bewertung und Strukturierung von Real Assets

SACHWERTE, SPEZIELL INVESTMENTS IN INFRASTRUKTUR, ERNEUERBARE ENERGIEN, LAND- UND FORSTWIRTSCHAFT, SPIELEN BEI INSTITUTIONELLEN INVESTOREN EINE IMMER GRÖßERE ROLLE. ALLERDINGS ERFORDERT SOWOHL DER ZUGANG ZU DIESEN ASSETS ALS AUCH DEREN BEWERTUNG BESONDERES KNOWHOW. BEI DER IMPLEMENTIERUNG SPIELEN FINANZTECHNISCHE, AUFSICHTSRECHTLICHE UND STEUERRECHTLICHE ASPEKTE EINE HERAUSRAGENDE ROLLE.

VON REINHARD LIEBING, GESCHÄFTSFÜHRER ALCEDA REAL ASSET TRUST GMBH

In den vergangenen 10 Jahren führten drei Krisen bei institutionellen Kapitalanlegern zu einem deutlichen Umdenken. Sowohl die Modelle zur strategischen Ausrichtung der Vermögen als auch die Eingangsparameter in die Modelle werden in Frage gestellt. Ehemals als sicher geschätzte Anlagen, wie Anleihen, zeigen heute erhebliche Risiken auf. Dagegen sind Alternative Investments, die früher als exotisch galten, immer häufiger Teil der Allokation oder werden ernsthaft in Betracht gezogen. Zu diesen Alternativen Anlagen gehören insbesondere Sachwert-Investments in Infrastruktur, Landwirtschaft, Wald und Erneuerbare Energien.

Das Positionspapier des GDV (Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft) vom 02.04.2012 zur Verbesserung der Bedingungen für Investitionen in Erneuerbare Energien und Infrastruktur unterstreicht das Ansinnen der deutschen Versicherer, verstärkt in diese Assets zu investieren. Gerade für Lebensversicherer ist es vor dem Hintergrund des historisch niedrigen Zinsumfeldes bei gleichzeitig langlaufenden Verpflichtungen naheliegend, möglichst langfristige Investitionsmöglichkeiten mit kalkulierbaren Erträgen zu nutzen. Aus Sicht dieser Investoren sind potenzielle Anlagefelder auch direkte Beteiligungen an staatlich und privat finanzierten Infrastrukturprojekten.

DIE VERPACKUNG PASST SICH DEN BEDÜRFNISSEN AN

Beteiligungen an Energienetzen durch institutionelle Investoren wären vor zehn Jahren noch fast undenkbar gewesen. Undenkbar wäre wohl auch gewesen, dass sich institutionelle Investoren über Eigen- und Fremdkapitalstrukturen an unterirdischen Öl- und Gasspeichern beteiligen. Heute werden solche Investitionen durch

individuelle Strukturen, die die aufsichtsrechtlichen und steuerrechtlichen Vorschriften für diese Investoren berücksichtigen, umgesetzt. Hier hat es deutliche Veränderungen sowohl auf Seiten der Investoren als auch auf Seiten der Berater und Dienstleister geben.

Aufgrund der rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen kommt der Implementierung von Real Assets eine besondere Bedeutung zu. Heute rücken zunehmend Investmentstrukturen für Real Assets in den Fokus, über die die zugrunde liegenden Investments haftungsrechtlich separat verbrieft und risikodiversifiziert von Investoren über deutsche bzw. Luxemburger Vehikel gehalten werden können. Aber auch Bond-ähnliche Strukturen werden seitens der institutionellen Investoren gewünscht. Hier sind innovative Lösungen gefordert. Bei der Verpackung darf jedoch nicht vergessen werden, dass die zugrunde liegenden Assets nach wie vor illiquide und mit den Besonderheiten von Sachwerten verknüpft sind.

MERKMALE, CHANCEN UND RISIKEN VON REAL ASSETS

Starke fundamentale Rahmenbedingungen, wie eine wachsende Weltbevölkerung und ein klarer Trend zum Ausbau Erneuerbarer Energien, sprechen für Real Assets. Hinzu kommen im Bereich der Infrastrukturinvestments die Finanzierungsprobleme der Banken und Staaten.

Zu den wesentlichen Merkmalen von Real Assets zählen:

- Attraktive Erträge;
- Eine Kombination aus laufendem Cashflow und zu erwartenden Wertsteigerungen;
- Eine geringe bzw. fehlende Korrelation zu traditionellen Assetklassen;
- Ein gewisser impliziter Inflationsschutz.

Real Assets sind keine homogene Assetklasse, sondern vielmehr eine Gruppe von unterschiedlichen Asset-Typen, deren Werttreiber weitestgehend unabhängig von den Kapitalmärkten sind. Diese Werttreiber sind grundsätzlich leicht zu verstehen, jedoch sind die zugrunde liegenden Parameter komplexer Natur.

BEISPIEL: BEWERTUNG EINES WASSERKRAFTWERKS

Bei näherer Betrachtung, etwa im Fall eines Wasserkraftwerks, zeigt sich die Komplexität. Um die Attraktivität eines Wasserkraftwerks beurteilen zu können, spielen Faktoren wie Topographie, Hydrologie und die geologische Beschaffenheit des Standorts (bspw. Sedimentation) eine entscheidende Rolle. Spätestens bei den technischen Details der Aggregate wird deutlich, dass ein guter „Bloomberg-Investor“ noch lange kein guter Wasserkraft-Investor sein muss.

Bei der Analyse der technischen Daten eines Wasserkraftwerks sind insbesondere folgende Kennzahlen und Informationen von besonderem Interesse:

- Installierte Ausbauleistung
- Regelarbeitsvermögen
- Gefälle
- Installierte Ausbauwassermenge
- Turbinentyp
- Abflussmenge.

Für die Beurteilung der Rentabilität von Investments sind unten stehende Werte von entscheidender Bedeutung:

- Investitionskosten pro kWh Jahreserzeugung
- Betriebskosten
- Kaufpreis pro MW
- Gesamtkapitalrentabilität.

Investmentstrategien im Bereich der Real Assets erfordern daher ein umfassendes Ver-

ständnis für die jeweiligen Werttreiber und Risiken in dem entsprechenden Marktumfeld. Dies erlaubt schließlich eine Bewertung der mit den verschiedenen Investmentstrategien verknüpften Risiken, um so auch die erfolgreichen Asset Manager zu identifizieren, die attraktive Renditen erwirtschaften können.

AUFBAU EINES REAL-ASSET-PORTFOLIOS ERFORDERT ERFAHRUNG UND GEDULD

Bei der Entwicklung einer Investmentstrategie können quantitative Tools eine erste Grundlage bilden. Eine Fixierung auf quantitative Analysen und Modellierungen wird der Komplexität von Real Assets jedoch nicht gerecht, da Chancen und Risiken von solchen Investments nur schwierig zu quantifizieren sind. Häufig sind historische Daten nur unvollständig beziehungsweise überhaupt nicht verfügbar. Dies gilt insbesondere für „neue“ Anlagensegmente, für die es überhaupt keinen Track Record gibt. Hier helfen qualitative Einschätzungen basierend auf kaufmännischer Kompetenz und Erfahrung.

Die Erfahrungen der letzten Jahre haben gezeigt, dass der Aufbau eines Real-Asset-Portfolios bei allen Beteiligten Kompetenz, Erfahrung und vor allem eine gewisse Toleranz gegenüber komplexen Prozessschritten erfordert. Sofern eine Strategie für die Investition in Real Assets definiert ist, kann diese über verschiedene Investmentmöglichkeiten umgesetzt werden. Hierfür kommen neben Direktinvestments auch Single Fonds, Fund of Funds oder Segregated Accounts in Betracht. Aufgrund ihrer hohen Gebühren scheiden allerdings Fund-of-Funds-Strukturen regelmäßig aus.

In der Finanzkrise haben jedoch Single-Fondsmanager nur sehr zurückhaltend Produkte aufgelegt. Auf der anderen Seite haben sich Investoren auch nur zögerlich für „Blind-Pools“ entschieden. Sofern Fonds zustande kamen, wurden häufig nur sehr zögerlich Investments getätigt. Beabsichtigte Fondsvolumina wurden in Einzelfällen auch nicht erreicht bzw.

die Fonds mit kleinerem Fondsvolumen als geplant geschlossen.

Die erfolgreiche Umsetzung von Real Asset-Strategien erfordert daher in ihrem Kern einen opportunistischen Ansatz, der entweder intern oder extern bewerkstelligt werden muss. Sofern keine Assets und auch keine Manager mit Fonds verfügbar sind, lässt sich eine gewählte Strategie nicht umsetzen. Dies klingt einleuchtend, ist aber fundamental für die Herangehensweise an Investments in Real Assets.

BEI DER ANALYSE VON SACHWERTEN IST EXTERNE UNTERSTÜTZUNG NOTWENDIG

Institutionelle Investoren benötigen daher entweder die internen Ressourcen oder externe Berater, Dienstleister und Asset Manager, um Real-Asset-Strategien flexibel und effizient umzusetzen. Sofern attraktive Einzelinvestments vorliegen, sind diese im Rahmen eines klar strukturierten Evaluierungsprozesses zu analysieren und zu bewerten. Da jede Bewertung Alternativen erfordert, sollten auch weitere Opportunitäten aus dem in Betracht kommenden Anlagensegment mit in die Beurteilung einbezogen werden, um „Best in Class“-Investments tätigen zu können. In der Regel werden hierfür Scoring-Verfahren verwendet. Ohne eine hinreichende Marktübersicht mit entsprechendem Deal Flow ist dies allerdings nicht praktikabel.

Quantitative Tools, die auch Szenario-Analysen erlauben, spielen in diesem Zusammenhang eine beachtliche Rolle. Allerdings ist für den Aufbau und die Analyse solcher Modelle die Erfahrung aus unterschiedlichen Disziplinen gefragt. So sind beispielsweise die Eingangsparameter und -annahmen von Windgutachten für Windkraftinvestments mit technischem Verständnis und Erfahrung in die Modelle zu integrieren. Schon kleinste Veränderungen dieser Parameter können über die Cashflows deutliche Auswirkungen auf die Rentabilität der Investments haben.

Auch im Management der Real Assets sind spezielle Kompetenzen gefordert. Ein effizien-

tes und sachgerechtes Reporting und Controlling ist hierbei von entscheidender Bedeutung.

Die Alceda Real Asset Trust (ARAT) arbeitet mit exzellenten Real Asset Managern aus ihrem internationalen Netzwerk zusammen. Sowohl über das eigene Netzwerk als auch aus der Zusammenarbeit mit Mandaten ergeben sich so attraktive Investmentmöglichkeiten. Mit einem norwegischen staatlichen Energieversorgungsunternehmen werden beispielsweise derzeit Gespräche geführt, um gemeinsam mit institutionellen Investoren Co-Investmentstrukturen für Wasserkraftwerks-Investments in Nord-europa aufzubauen. Hierbei ist der norwegische Energieversorger Lead-Investor in der Gesamtstruktur.

Bereits bei der Evaluierung der Assets arbeiten wir in Teams aus Wirtschaftsprüfern, technischen Spezialisten und Steuerberatern zusammen. Hierbei können wir unsere regulierte Investmentplattform, die auch die besonderen Reporting- und Risikomanagement-Anforderungen unserer einer Regulierung unterliegenden Mandaten (VAG Reporting) erfüllt, nutzen.

FAZIT

Vor dem Hintergrund der fundamentalen Makrotrends wie Demographie und Umwelt, des derzeitigen Niedrigzinsumfelds und der aktuellen Finanzierungsprobleme von Banken und Staaten werden Investments in Real Assets eine größere Bedeutung erlangen. Die Integration von alternativen Werttreibern, die nicht mit den Kapitalmärkten korreliert sind, führt zu robusteren Investment-Portfolios. Zu erwarten ist, dass institutionelle Investoren in zunehmendem Maße unter der Führung von Lead-Investoren oder spezialisierten Asset Managern Real Assets erschließen. Energienetze oder landwirtschaftliche Investments sind hierfür nur ein Beispiel. Hierbei spielen finanztechnisch, aufsichtsrechtlich und auch steuerrechtlich optimierte Investmentstrukturen eine entscheidende Rolle. ●



VITA

Reinhard Liebing ist Geschäftsführer der Alceda Real Asset Trust GmbH. Zuvor war er in seiner Funktion als Principal bei Mercer Investment Consulting mit Alternativen Investments, steuereffizienten Investment- und Portfoliostrukturierungen, Asset Allokationen, Private Equity sowie Managerauswahl betraut. Vor dieser Zeit war er als Geschäftsführer eines renommierten Multi Family Offices und als Head of Wealth Management bei der Tochtergesellschaft einer deutschen Großbank tätig.

Die Alceda Real Asset Trust GmbH (ARAT) mit Sitz in Hamburg bietet ganzheitliche Lösungen im Bereich der Sachwert-Investments für institutionelle Investoren sowie Family Offices. Zu ihren Leistungen gehören im Wesentlichen Portfolioanalysen und -strukturierungen, die Bewertung von Sachwert-Investments, die Unterstützung beim Kauf und Verkauf von Sachwert-Investments, die Umsetzung von Einzelinvestments sowie das Arrangieren von Co-Investmentstrukturen, die auf einen kleinen Kreis von Investoren ausgerichtet sind.

KONTAKT Reinhard Liebing, Email: reinhard.liebing@alceda.de, Tel.: +49 (0)40/471 10 77 - 95, www.alceda.lu