

Alternative Investments: sinnvolle Diversifikation für Privatanleger



In den vergangenen Jahren ist das Interesse privater Anleger an alternativen Investitionsmöglichkeiten, insbesondere Private Equity, gestiegen – zurecht. Denn sie leisten einen bedeutenden Beitrag im Rahmen der Vermögensgliederung, der Asset Allocation, die schlussendlich den langfristigen Anlageerfolg bestimmt.

*Von Alexander Classen
Head of Private Banking
Goldman Sachs Bank, Zürich*

Der steigenden Nachfrage nach Alternative Investments steht ein immer umfangreicheres Angebot an Investitionsmöglichkeiten gegenüber. Die Gründe für das Wachstum liegen im stetig wachsenden Know-how der Investoren, der breiten öffentlichen Diskussion und der Suche nach Ausweichmöglichkeiten vor dem Hintergrund steigender Volatilität an den traditionellen Kapitalmärkten. Die attraktiven Renditeaussichten sind vielfach wesentlicher Bestimmungsfaktor bei der Anlageentscheidung.

Alternative Investments als Vermögensklasse bestehen jedoch nicht nur aus Private Equity und der Investition

in nicht börsennotierte Unternehmen. Vielmehr zählen hierzu alle Anlageformen, die eine vernachlässigbar geringe Korrelation zu den Aktien- und Rentenmärkten aufweisen und nicht an allgemein zugänglichen Märkten gehandelt werden. Darüber hinaus streben sie eine absolute Rendite an.

Häufig werden im Zusammenhang mit Alternative Investments auch Wandelanleihen erwähnt. Eine genaue Analyse über längere Zeiträume in einem liquiden Markt, wie etwa in den USA, zeigt jedoch, dass zu den traditionellen Kapitalmärkten nennenswerte Korrelationen bestehen. Die verbleibenden Anlagemöglichkeiten sind dennoch so unterschiedlich und komplex, dass sie auch dem versiertesten Portfoliomanager einiges an Kopfzerbrechen bereiten können.

Hohe Renditeziele

Private Equity zeigt sich in so vielen verschiedenen Formen, dass die Annahme einer einheitlichen Anlageform angezweifelt werden muss. Das Spektrum reicht von der Bereitstellung von Gründungskapital für eine vermeintlich brillante Geschäftsidee, die erst wenige Tage alt ist, bis zum Aufkauf jahrhundertalter, aber bankrotter Unternehmen, um deren Vermögensreste zu verwerten. Die Palette umfasst Investitionen in reife Unternehmen etablierter Branchen in hochentwickelten Industrieländern ebenso wie Initialfinanzierungen von Aktivitäten in neuen Industrien in Entwicklungsländern. Auch Alleininvestitionen eines mutigen Unternehmers, vielleicht gemeinsam mit ein oder zwei Freunden, bis hin zur Kommanditeinlage in Beteiligungsgesellschaften, die selber mehr oder weniger systematisch in andere Beteiligungsgesellschaften investieren, können als Private Equity gelten.

Die Renditeziele liegen bei all diesen Varianten stets im Bereich von

mehr als 20% annualisiert nach allen Kosten und vor Steuern. Dafür müssen die Investoren allerdings auch bereit sein, ihr Kapital für einen längeren Zeitraum zur Verfügung zu stellen.

Vielschichtige Hedge Funds

Mindestens ebenso vielschichtig und vielfältig stellt sich das Universum der Hedge Funds dar. Es handelt sich hierbei um einen enorm breit gespannten Bogen von dedizierten Anlagestrategien, die in der Regel darauf ausgerichtet sind, Ineffizienzen an einem oder zwischen verschiedenen öffentlichen Anlagemärkten auszunutzen. Diese Bandbreite reicht von ganz traditionellen Käufen und Leerverkäufen von Aktien oder Renten über Anlagestrategien, die auf mathematischen Modellen basieren oder der Nutzung von Arbitragemöglichkeiten, bis zu regelrechten Wetten auf makroökonomische Entwicklungen. Gerade die letzte Kategorie hat dazu beigetragen, dass einige Hedge Funds sowie deren Manager berühmt und teilweise auch kritisiert wurden. Ereignisse wie der aufsehenerregende Erfolg von George Soros bei seiner Wette gegen das britische Pfund 1992, die spektakuläre Krise von Long-Term Capital Management 1998 oder die Auflösung der Tiger Funds von Julian Robertson in diesem Jahr haben in den Medien für Schlagzeilen gesorgt.

Dabei sollte die Bezeichnung Hedge Funds nicht zu eng auslegt werden. Es handelt sich hierbei nicht immer um Anlagestrategien, die mit einer Absicherung der eingegangenen Positionen (Hedging) arbeiten. Vielfach wird auch die Umkehrung der Absicherungstechniken dazu verwendet, eine erhebliche Hebelwirkung auf das eingesetzte Kapital zu erzielen. Somit kann auch bei einer verhältnismässig geringen Rendite des Gesamtgeschäftes ein sehr attraktiver Ertrag auf das eingesetzte Eigenkapital der Investo-

ren erzielt werden. Die Erwartungen liegen hierbei – in Abhängigkeit von dem gewählten Risiko – bei mindestens 10% p.a., in der Regel aber deutlich darüber. Im Gegensatz zu den meisten Private Equity Funds bieten Hedge Funds ihren Anlegern mindestens einmal jährlich die Möglichkeit, Kapital abzuziehen oder zusätzlich einzuzahlen.

Interessante Immobilien

Das den meisten Privatanlegern vertrauteste Alternative Investment ist die Immobilie. Direkt oder über Fonds gekaufte Gebäude sind Bestandteil fast jedes Privatvermögens. Diese Anlageform erfüllt unterschiedliche Ziele. Je nach Bedarf dient sie dem Werterhalt, der laufenden Einkommenserzielung oder der Erlangung steuerlicher Vorteile in Verbindung mit der Vermögensbildung. Neben diesen traditionellen Ansätzen etablieren sich zunehmend Anlageformen in Immobilienwerte, die sich wesentlich aggressiver Vorgehensweisen bedienen. Insbesondere sind hier Fonds zu nennen, die vergleichbar zu manchen Private Equity Funds ein Asset Stripping betreiben, indem sie grosse, aber notleidende Immobilien- oder Hypothekenportfolios zu vorteilhaften Preisen aufkaufen und diese nach entsprechender Restrukturierung in Einzelteilen wieder veräussern. In den letzten Jahren waren auch Immobilienunternehmen sehr erfolgreich, die sich auf bestimmte Arten von Gebäuden und deren Management spezialisiert haben, wie etwa Hotels oder Amtsgebäude. Während sich die Renditeerwartungen bei den klassischen Immobilienanlagen eher im mittleren einstelligen Prozentbereich bewegen, liegen die Anforderungen bei den letztgenannten Alternativen ähnlich hoch wie bei Private Equity oder Hedge Funds.

Geforderte Vermögensverwalter

Allen erwähnten Möglichkeiten der Alternative Investments ist gemeinsam, dass sie illiquide, intransparent und von einem geringen Informationsfluss gekennzeichnet sind. Die Investoren stellen ihr Geld in der Regel über lange Zeiträume zur Verfügung,

um im besten Fall während der Laufzeit eine eingeschränkte Rückgabemöglichkeit zu haben. Gleichzeitig sind sie für Informationen auf die üblicherweise vierteljährliche – selten monatliche – Berichterstattung der Beteiligungsgesellschaften oder der Fondsmanager angewiesen. Gerade der Informationsfluss und die Transparenz sind für den Vermögensverwalter entscheidende Faktoren zur laufenden Kontrolle und Anpassung des Vermögens. Bei Alternative Investments gewinnt diese Funktion zusätzlich an Bedeutung. Die wesentlichen Risiken, denen sich der Anleger aussetzt, stehen im unmittelbaren Zusammenhang mit den eingeschränkten Informationsmöglichkeiten.

Zum einen sieht sich der Investor neben der bereits geschilderten Vielfalt einer noch unübersichtlicheren Vielzahl von Anbietern gegenüber. Dabei ist er in der Anlageentscheidung in fast allen Fällen auf die schriftlichen Darstellungen der Anbieter angewiesen. Objektive Darstellungen neutraler Marktbeobachter gibt es nicht. Der Aufbau einer eigenen Datenbank und deren laufende Aktualisierung ist bei über 4000 Anbietern von Private Equity Investitionen und einer noch grösseren Zahl von Hedge Funds mit einem Aufwand verbunden, der für den einzelnen Anleger nicht sinnvoll sein kann. Dazu kommt das Problem, dass die meisten besonders erfolgreichen und respektablen Funds und Beteiligungsgesellschaften kaum an zusätzlichen Investoren interessiert sind. Sie bevorzugen oft Anleger, die bereits früher dabei waren oder erheblichen Mehrwert für sie schaffen können.

Noch problematischer als die systematische Auswahl gestaltet sich die laufende Kontrolle der Investitionen. Allein schon aus Wettbewerbsgründen verhalten sich die Fondsmanager äusserst zurückhaltend in ihrer Informationspolitik. Kein Aussenstehender soll die Möglichkeit haben, auch nur ansatzweise das laufende Objekt der Begierde eines Private Equity Funds oder die aktuellen Positionen eines Hedge Funds zu erfahren. Genau hier lauert jedoch die Gefahr für den Investor. Denn die sinnvolle Auswahl ein-

mal vorausgesetzt, ist es das mit Abstand grösste Risiko für den Anleger, dass die Verantwortlichen des Fonds nicht genau umsetzen, was sie versprochen hatten. Erfährt der Investor von einer solchen Abweichung mit einem Zeitabstand von manchmal bis zu sechs Monaten, kann das Kind aber schon unwiderruflich in den Brunnen gefallen sein.

Ein weiterer zu erwähnender Punkt ist die unbewusste Risikokonzentration, die trotz der Anlage in verschiedenen Private Equity Funds entstehen kann. Zunehmend investieren mehrere dieser Fonds gemeinsam in interessante Objekte. Bei vermeintlicher Diversifikation über mehrere Fonds hinweg können dadurch die zu Grunde liegenden Einzelinvestitionen durchaus in wesentlichen Teilen identisch sein.

Geeignete Lösungsansätze

Vor diesem Hintergrund wird deutlich, dass es gerade für Alternative Investments sinnvoll sein kann, auf einen Intermediär zurückzugreifen. Dieser sollte die Ressourcen und die Infrastruktur haben, das breite Spektrum von Anbietern der Alternative Investments nicht nur zu sondieren, sondern auch fundamental zu analysieren. Dies gestattet neben der reinen Auswahl auch die Konstruktion vernünftig diversifizierter Portfolios aus verschiedenen Private Equity Investments, Immobilien oder Hedge Funds. Darüber hinaus sollte der Intermediär in der Lage sein, bei Private Equity Funds jedes einzelne Engagement des Fonds analytisch zu begleiten sowie bei Hedge Funds jede einzelne Transaktion unmittelbar nach der Ausführung zu prüfen und jederzeit das tatsächliche ökonomische Risiko des Funds zu bewerten. Nur so kann sichergestellt werden, dass die Manager unmittelbar und rechtzeitig auf Abweichungen von den definierten Anlagestrategien hingewiesen werden können.

Der Intermediär sollte auch sicherstellen, dass durch die Bereitschaft, sein relevantes Know-how an die Fondsmanager weiterzugeben, sowie durch die Bündelung der Nachfragekraft ein Investor entsteht, dem sich die Fonds bereitwillig öffnen.