

## Serie Teil 2 | Sachwerte jenseits des Mainstreams

# Sachwert-Investments mit Erträgen

Die Universitätsstiftungen von Harvard und Yale sind klassische Beispiele, wie man durch Übergewichtung von Sachwerten zu Cash und Anleihen überdurchschnittlich hohe Renditen erzielen kann. Auch Privatanleger können in außergewöhnliche Sachwerte wie Private-Equity-Dachfonds, Infrastruktur-Aktien und Wälder investieren und dabei zumindest einen realen Vermögenserhalt erzielen.

von Michael Kordovsky

Der Yale Endowment mit einem verwalteten Volumen von 27,2 Mrd. USD erzielte in den vergangenen 30 Jahren (per 30.06.2017) eine atemberaubende Performance von 12,5% p.a.. Die Ziel-Asset-Allocation der Stiftung lässt Realerträge (Erträge nach Inflation) von langfristig 6,9% erwarten, wobei die Standardabweichung der Erträge bei 13,7% liegt. In der abgelaufenen Berichtsperiode (per 30.06.2017) lag der Wertzuwachs bei 11,3%. Cash und Anleihen waren zuletzt nur noch mit 5,8% gewichtet und 25,1% fielen auf Absolute-Return-Strategien. 69,1% hingegen fielen eindeutig auf Sachwerte, davon 19,1% Aktien, 17,1% Venture Capital, 14,2% Leveraged Buyouts, 10,9% Immobilien und 7,8% Rohstoff-Investments. Die Buyout-Fonds im Portfolio brachten es dabei in den vergangenen 20 Jahren auf 12,6% p.a. Die Venture-Capital-Strategien beeindruckten in diesem Zeitraum infolge des Internet Booms der späten 90er-Jahre mit atemberaubenden 106,3% p.a.. Im Rohstoff-Bereich bestehend aus Öl & Gas, Wälder und Farmen erzielten die Vermögensverwalter von Yale 15,2% p.a.. Sachwerte-orientiert ist auch der Harvard-Endowment, der es in den vergangenen 20 Jahren bis 30. Juni 2016 auf 10,4% p.a. brachte. Aktien waren mit 29% gewichtet, Private Equity mit 20%, Immobilien mit 14,5%, der Rohstoff-Bereich mit 10%.

### Private Equity – Der meist fehlende Baustein im Portfolio

Gemischte Portfolios bestehend aus Buyout-, Expansionskapital- und Venture-Capital-

Fonds zahlten sich in den vergangenen Jahrzehnten auch jenseits der USA (Hochburg der Private Equity Fonds) aus. Beweis: Der Cambridge Associates Global Ex US Developed Markets PE/VC Index (USD) erzielte in den vergangenen 25 Jahren bis zum 2. Quartal 2017 einen Wertzuwachs von 13,3% p.a. während es auf einer einheitlichen Performance-Rechnungsbasis der MSCI EAFE (USD) nur auf 4,8% p.a. brachte. Diese Outperformance ist auf folgendes zurückzuführen:

Während VC-Fonds beim Aufkommen disruptiver Technologien meist vor dem Börsengang schon den größten Performance-Schnitt mitmachen, selektieren Buyout-Fonds die weltweit attraktivsten Unternehmen und verbessern sie entsprechend weiter. Wie im Falle vom Ketchup-Riesen Heinz nehmen sie auch lukrative Firmen von der Börse. Sie müssen sich nicht für Quartalszahlen rechtfertigen und haben mehrere Jahre Zeit, ihre Strategien ungestört umzusetzen. Dies erklärt auch wie aus der einstigen umstrittenen Gewerkschaftsbank BAWAG eine der effizientesten Banken Europas mit einem Cost Income-Ratio von 41,6% entstand. Über die relativ sichere Konstruktion von Private-Equity-Dachfonds, die häufig im Portfolio zwischen 20 und über 100 Zielfonds haben und teilweise indirekt in bis zu über 1500 Unternehmen investieren, werden auf lange Sicht bei überdurchschnittlichen Ertragschancen die Risiken sehr überschaubar:

**Auf lange Sicht sehr attraktives Chancen/Risiko-Verhältnis:** Im Oktober 2015 veröffentlichte die British Private Equity & Venture Capital Association (BVCA) ein

Research-Paper, das sich mit den Risiken der Asset-Klasse Private Equity auseinandersetzt. Das Datenspektrum von Pevara enthielt 2170 PE-Fonds. Es wurde bezüglich Portfolio-Selektionen eine Monte Carlo Simulation durchgeführt, um zu einer objektiven Generierung von Risikodaten zu gelangen. Die Ausgangsjahre begannen ab 1990. Ergebnis: Das am TVPI (Total Value to Paid-In) gemessene Verlustrisiko nach 10 Jahren liegt bei einem einzigen Fonds bei 28%, sinkt im gesamten Portfolio von 5 Fonds auf 10% und bei einer Selektion von 20 PE-Fonds bereits auf 1,4% der Fälle. Wurden hingegen innerhalb von 3 „Zeichnungsjahren“ nach dem Zufallsprinzip je 50 Fonds selektiert, dann konnte nach 40 Quartalen Behaltdauer das Risiko eines TVPI von unter 1 sogar auf 0,26% reduziert werden. PE-Dachfonds enthalten manchmal bis hin zu über 100 Zielfonds. Derartige Sicherheitsvorteile infolge einer so breiten Diversifikation sind nicht selbstverständlich. Somit sind PE-Dachfonds eine für Kleinanleger geeignete Anlage, sofern dies der Gesetzgeber auch zulässt. Denn in Österreich schließt das derzeit noch vorherrschende AIFM-Gesetz normale Kleinanleger von diesen sicheren aber auch lukrativen Investments faktisch aus. Weshalb lukrativ?

Schon alleine die aktuellen Rückflussdaten reiferer PE-Dachfonds lassen Renditen von über 7% p.a. erwarten. Dazu folgende Indikatoren auf Basis der Daten von RWB:

Diese Datenbasis ist aus folgenden Gründen relevant: Seit 1999 investiert die RWB weltweit in Private Equity Zielfonds. Dabei wurde das Geld der Anleger über 185 PE-Fonds in



Birgit Schmolzmüller, Geschäftsführerin RWB PrivateCapital (Austria) GmbH: „Erstmals haben wir es z.B. in Seidler Equity Partners geschafft, die für uns 15 Jahre lang unzugänglich waren. Sie gehören zu den besten und renommiertesten PE-Fondsmanagern der Welt“

mehr als 2.700 Zielunternehmen investiert. Über 1.500 dieser Unternehmensbeteiligungen wurden bereits entweder teilweise oder komplett verkauft. Die gesamten Rückflüsse beliefen sich auf 1 Mrd. EUR, davon 190 Mio. EUR im Jahr 2017. Der auf Dachfondsebene erzielte Verkaufsmultiple ist dabei ein guter Indikator für den Anlageerfolg, der umso größer ausfallen wird, je höher dieser Multiple ist. Über das gesamte Spektrum der bereits realisierten Beteiligungen ergibt sich ein durchschnittlicher Multiple der RWB Dachfonds von 1,9 bis 2,0. Die Performance wird dabei tendenziell besser, da RWB immer mehr Zugang zu exklusiven Zielfonds bekommt, bei denen aufgrund der hohen Nachfrage nicht alle Interessenten eine Zuteilung erhalten (Überzeichnung). Beispielsweise brachten die 58 Firmenverkäufe der Zielfonds des RWB International V bereits eine durchschnittliche Vervielfachung von 2,3.

**Mehr Performance durch gute Kontakte zu PE-Fondsgesellschaften:** Beispiele von Top-Zielfonds im Produktspektrum von RWB sind der indische Kedaara II (Fokus: Wachstumskapital und Carveouts, Volumen: 795 Mio. USD), der über ein gutes Netzwerk zu großen Unternehmenskonglomeraten und starkes operatives Know How verfügt und der auf Buyouts in Nordamerika spezialisierte Seidler VI von Seidler Equity Partners (Volumen: 600 Mio. USD). Vor allem letzteren

hebt Birgit Schmolzmüller, Geschäftsführerin RWB PrivateCapital (Austria) GmbH, wie folgt hervor: „Erstmals haben wir es z.B. in Seidler Equity Partners geschafft, die für uns 15 Jahre lang unzugänglich waren. Sie gehören zu den besten und renommiertesten PE-Fondsmanagern der Welt.“ Bezüglich Kedaara weist Schmolzmüller auf eine hohe Ertragskontinuität hin: „Kedaara ist am indischen Markt absoluter Marktführer und schafft es quasi, in allen Wirtschaftsphasen Top-Ergebnisse zu bringen. Innerhalb kürzester Zeit hatten wir 3 Exits aus Kedaara in unserer Polize, obwohl die Investments dort ja noch extrem jung waren“. Hinzukommen noch alteingesessene Fondsgiganten, die zwar Milliardenbeträge investieren, jedoch trotzdem selbst für renommierte Institutionen schwer zugänglich sind. In letztere Kategorie fällt z.B. Clayton Dubilier & Rice. Dazu Schmolzmüller: „Sie haben ein außergewöhnliches PE-Modell weshalb alle Investoren interessiert sind. Wir waren einer der ganze wenigen in vielen Jahren, die neu aufgenommen wurden“.

**Investments in die Realwirtschaft:** Der Sachwertcharakter kommt durch Investments in die Realwirtschaft zur Entfaltung. Man partizipiert am Erfolg des Unternehmens, der u.a. auch auf eine gute Pricing-Power, also die Fähigkeit, höhere Einkaufspreise und Kosten an Kunden weiterzugeben, zurückzuführen ist. Ein weiterer Vorteil liegt darin, dass es nicht im gleichen Ausmaß wie an der Börse zur Verzerrung fundamentaler Tatsachen kommt. Vielmehr orientiert sich der Firmenwert beim Verkauf an den Fundamentalien und erwarteten Entwicklungen. An der Börse hingegen kommt es zu stärkeren Abweichungen vom „Fair Value“ und zwar nach oben und unten. Während an der Börse die aktuellen Kurse das Geschehen diktieren, können beim Exit aus Privatbeteiligungen die Fondsmanager mit verschiedenen Kaufinteressenten verhandeln und in Ruhe an jene verkaufen, die den höchsten Preis bieten.

Konkrete Beispiele von so Unternehmen können Zielfonds der RWB entnommen werden und wären airbnb, die Internationale Plattform zur An- und Vermietung von Privatunterkünften, frostkrone ein deutsches Unternehmen zur Herstellung und Vertrieb von tiefgekühltem Finger-Food und Snacks, der US-amerikanische Hersteller von Computern

und Speichersystemen, Dell und FLIXBUS, der Anbieter von Europas größtem Fernbusnetz mit Ursprung in Deutschland.

**Achtung:** Private Equity Investments erfordern viel Geduld und haben mehr Vorsorge-Charakter. Nur jene Mittel sollten zur Zeichnung verwendet werden, die auf die kommenden 12 bis 17 Jahre nicht benötigt werden, denn am Ende der Fondslaufzeit beginnt erst die Liquidationsphase, die ihrerseits ebenfalls mehrere Jahre in Anspruch nimmt. Allerdings sind in Deutschland bereits Lösungen mit kürzerer Laufzeit von nur wenigen Jahren erhältlich (z.B. RWB Direct Return). Alternativ können reifere PE-Dachfonds am Zweitmarkt (z.B. über [zweitmarkt.de](http://zweitmarkt.de)) erworben werden. Bezüglich konkreter Investments können österreichische Kleinanleger nach Deutschland ausweichen, um sich dort vor Ort beraten zu lassen. Dann sind sogar Einmalerräge ab 2.500 EUR möglich.

#### Infrastruktur-Aktien als Alternative

Infrastruktur ist innerhalb der Asset-Klasse „Aktien“ ein Segment mit niedrigerer Korrelation zum gesamten Aktienmarkt. Beispielsweise lag vom 23.05.2014 bis 31.03.2018 die Korrelation des bewährten Infrastruktur-Aktienfonds, Ve-RI Listed Infrastructure® mit dem MSCI World Index bei niedrigen 0,26 (1 vollständige Korrelation). Anleger, die in Mautstraßen, Brücken, Flug- und Seehäfen, Wasserversorgung, Eisenbahnen und Schienennetze, Öl & Gaspipelines sowie Stromnetze investieren haben folgenden Vorteil: Sowohl in guten als auch schlechten Zeiten gibt es regelmäßige und im Prinzip inflationsgekoppelte Erträge, denn die Nutzungsgebühren steigen im Einklang mit den Verbraucherpreisen.

#### In welche Infrastrukturaktien investieren?

Wichtige Kriterien für Investments sind:

- Klares Profil: Investiert werden sollte in reine Infrastrukturgesellschaften. Je klarer dabei das Unternehmensprofil ist, desto besser. Reine Gasdistributeure, reine Flughafengesellschaften oder reine Mautstraßen-Betreiber sind gegenüber Mischkonzernen mit „Infrastrukturabteilung“ eindeutig zu favorisieren. Häufig kommt dann auch noch

Übernahmephantasie hinzu (aktuelles Beispiel: der spanische Mautstraßen-Betreiber Abertis Infraestructuras)

- Ertragskontinuität in Kombination mit solidem Gewinnwachstum/Aktie: Je weiter zurück in die Vergangenheit sich Gewinn- und Dividendenwachstum belegen lässt, desto besser ist die Qualität der Aktie.
- Möglichst niedrige Volatilität im Vergleich zum Gesamtmarkt

Unter diesen Aspekten können einzelne Aktien ausgewählt werden. Positive Beispiele sind:

**Flughafen Zürich (ISIN: CH0319416936):** Flughafen-Konzession läuft noch über 30 Jahre; 20,1% p.a. Gewinnwachstum von 2013 bis 2017; 8,1% Rentabilität des eingesetzten Kapitals (ROIC) und in vergangenen 3 Jahren eine überschaubare Volatilität von 18,5% p.a..

**American Water Works (ISIN: US0304201033):** Grundsätzlich ist die Aktie ein defensiver Low Vola-Stock. Das zeigt auch die Volatilität von nur 16,9% p.a. in den vergangenen 3 Jahren. Jüngste Rückschläge bieten auf langjährige Sicht Einstiegschancen, denn das Unternehmen ist Abwasserentsorger und Frischwasserversorger für 15 Millionen Einwohner in 46 US-Bundesstaaten. Das Cash Flow-Wachstum von 11% p.a. in den Jahren 2013 bis 2017 spricht eine klare Sprache.

**Atmos Energy (ISIN: US0495601058):** Der texanische Erdgas-Versorger überzeugt mit inflationsgeschützten Erträgen und konnte die Dividende 34 Jahre in Folge und den Gewinn/Aktie 15 Jahre in Folge steigern. Über die vergangenen 3 Jahre betrachtet liegt die Vola der Aktie bei nur 16% p.a..

**EVN (ISIN: AT0000741053):** Mit einer Volatilität von nur 15,8% p.a. über 3 Jahre ein klassischer Low-Vola-Stock ist der niederösterreichische Versorger EVN, dessen Aktienkurs nach einer längeren Seitwärtsbewegung nach oben drehte.

**Shenzen International Holdings Ltd (ISIN:**

**BMG8086V1467):** Das Unternehmen ist im Logistik-Bereich (u.a. Lagerflächen) sowie dem Betrieb von Mautstraßen und Seehäfen tätig. Der Wachstumstrend überzeugt: Von 2013 bis 2018 konnte der Gewinn/Aktie um insgesamt 93% auf 1,93 HKD gesteigert werden. Aufgrund des starken Gewinnwachstums liegt das für 2019 geschätzte Forward-KGV laut Reuters-Schätzungs-Konsens nur noch bei 8,4 und auch die Kursschwankungen sind überschaubar.

**Wald-Investments – Kritisch hinterfragen!**

Stiftungen investieren in Österreich, Deutschland und auch Osteuropa häufig Millionenbeträge in hunderte Hektar Wald. In den österreichischen Nadelwäldern geht es dabei primär um Vermögenserhalt, denn die Renditen sind mittlerweile sehr mager geworden, nämlich rund 1%. In Lettland hingegen werden teils noch Renditen von über 4% in Aussicht gestellt, während diverse Tropenholz-Fonds auf dem Papier noch höhere Erträge versprechen. Derzeit hält sich

am Markt das Angebot in engen Grenzen, zumal in den vergangenen Jahren Anleger nicht immer die besten Erfahrungen mit geschlossenen Waldfonds gemacht haben. Aktuell wirbt ForestFinance u.a. mit ökologischen Kakao-Plantagen-Investments in Panama. 0,25 Hektar können für 7.500 Euro erworben werden. Laufzeit: 6 Jahre, erwartete Rendite: mind. 5% p.a..

Doch es gibt bei derartigen Investments immer Fragezeichen. Was geschieht im Falle von Naturkatastrophen? Wie politisch stabil ist der Standort? Wurden die Kakao-Preise richtig eingeschätzt?

risControl fragte Michael Posselt, Gewerblicher Vermögensberater, Fachverbandsobmann-Stellvertreter und Sachverständiger, worauf Anleger bei Waldfonds-Investments achten sollten. Seine Meinung: „Waldfonds oder Holzinvestments sind sicher eine interessante Anlagealternative, aber keinesfalls für jeden Anleger geeignet. Was sich auf den ersten Blick sehr einfach und gut darstellen lässt – nämlich ein nachhaltiges Investment in den nachwachsenden Rohstoff Holz – ist genauer betrachtet

ein komplexes wirtschaftliches Gebilde aus Bewirtschaftung und Vermarktung und braucht insbesondere auch sehr viel Zeit, spricht einen langfristigen Anlagehorizont“. Daher rät Posselt: „Hier sollten Anleger jedenfalls auf erfahrene Partner und umfangreiche Beratung setzen, bevor sie sich für ein Investment entscheiden. Diese Investments werden zumeist als geschlossene Fonds (AIF) oder unternehmerische Beteiligungen angeboten, wodurch zu den anlagetypischen Risiken auch noch ein unternehmerisches (Emittentenrisiko) hinzukommt. Eine Alternative könnten Themenfonds sein, die als offene Investmentfonds angeboten werden (etwa Pictet Timber u.a.). Hier investiert man zumeist entlang der gesamten Wertschöpfungskette in Unternehmen der holzverarbeitenden Industrie. Dafür ist man allerdings dem Aktienmarktrisiko ausgesetzt.“

**Asset-Allocation Vorschlag ab 200.000 Euro**

Absolute-Return-Strategien und Hedge Funds	12% (mindestens 3 Fonds)
Aktien-Strategien (Familienunternehmen, Dividendenaristokraten, Firmen der Superreichen..)	10%
Hochzins-Anleihen-Strategien (EM-Bonds, FW-Anleihen, HY-Corporate Bonds)	10%
Private-Equity-Dachfonds	10%
Offene Immobilienfonds	10% (mindestens 3 Fonds)
Infrastruktur-Aktien	8%
Physisches Gold, Silber u. Platin (Münzen u. Barren)	8%
Rohstoff-ETFs u. ETCs	8%
Ölaktien u. Minentitel	7%
Edelsteine (Rubine)	5%
Oldtimer-Auto(s)	5%
Waldfonds und/oder Holzaktien-Fonds	4%
Sammlermünzen	3%

Bei dieser Asset Allocation sind Trading-Strategien und Cashwerte zusammen nur mit 22% gewichtet. Die Aktien-Exposure liegt bei 25 bis 29% und nichtbörsennotierte Unternehmen machen 10% des Portfolios aus.

23 bis 27% des Portfolios können nicht ständig gehandelt werden (zu geringe Marktliquidität)

Rendite-Erwartung kommende 20 Jahre: 3,8 bis 4,3% p.a. vor Steuer

Mit diesem breit diversifizierten Portfolio könnte ein langfristiger realer Vermögenserhalt (Rendite mindestens so hoch wie Inflation) gelingen.