



PPCmetrics AG
Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research. www.ppcmetrics.ch

Drum prüfe, wer sich lange bindet

ILLIQUIDE ANLAGEN Mehr Rendite bei weniger Risiko und einem Nachteil, der keiner ist? Die Wirklichkeit sieht anders aus.

Hansruedi Scherer

Derzeit wird deutlich häufiger in ausländische Immobilien, Infrastruktur, Private Equity, aber auch in Hypotheken in der Schweiz investiert als früher. Die meisten institutionellen Anleger haben einen langen Zeithorizont, und ihr Cashflow ist ausgeglichen oder positiv. Ein gewisser Anteil an illiquiden Anlagen im Portfolio stört im Normalfall daher nicht.

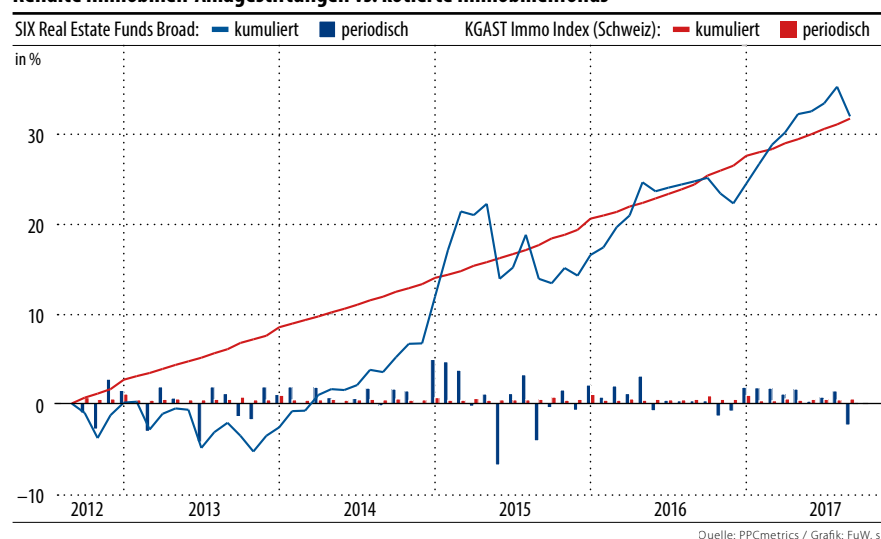
Ein Teil der akademischen Literatur und die Produktanbieter versprechen zudem eine Illiquiditätsprämie, eine Sonderentschädigung für die Investoren, die den Nachteil der mangelnden Handelbarkeit in Kauf nehmen. Zudem sind die gemessenen Risiken (Volatilität) der eingangs erwähnten Investments niedrig – geringer als bei kotierten Anlagen. Es scheint sich daher um eine Win-Win-Situation zu handeln: mehr Rendite bei weniger Risiko und ein Nachteil, der keiner ist. Leider ist die Welt nicht so einfach.

KOSTEN-SPITZENREITER

Unglücklicherweise sind die meisten illiquiden Anlagekategorien in Sachen Vermögensverwaltungskosten Spitzenreiter. So haben die verfügbaren Hypothekendarprodukte eine deutlich höhere Total Expense Ratio (Ter) als vergleichbare Obligationenprodukte. Private-Equity- und Infrastrukturinvestments weisen nicht selten (über den gesamten Lebenszyklus) eine Ter von 5 bis 6% p. a. auf.

Weder in der akademischen Literatur noch in der Praxis existiert eine einheitliche

Rendite Immobilien-Anlagestiftungen vs. kotierte Immobilienfonds



che Vorstellung, wie hoch eine allfällige Illiquiditätsprämie überhaupt ist respektive sein soll. Es könnte daher sein, dass man für eine nicht existente oder kleine Prämie sehr hohe Vermögensverwaltungskosten bezahlt, sodass netto gar keine Zusatzentschädigung bleibt. Betrachtet man die effektiv erzielten Renditen grosser Pensionskassen bei ihren hoch illiquiden Anlagen, fällt auf, dass die ursprünglichen Renditeerwartungen in vielen Fällen verfehlt wurden.

Die oft anzutreffende naive Berechnung von Risikokennzahlen bei illiquiden Anlagen führt zu einer Unterschätzung der Risiken und einer Überschätzung der Diversifikationseigenschaften. Spätestens in der Finanzkrise haben viele

Eigentümer von illiquiden Anlagen realisiert, dass die Bewertungen in ihren Büchern und die realen Marktpreise nur eine entfernte Ähnlichkeit aufwiesen. Es musste ein massiver Abschlag zum inneren Wert akzeptiert werden.

Werden die Zeitreihen mit geeigneten statistischen Methoden bereinigt (Entfernung der Glättung der Renditen), sind die Risiken häufig mindestens so hoch wie bei den liquiden Anlagen, und auch die Korrelation ist so viel höher, dass von dem vermeintlichen Diversifikationsvorteil nichts mehr übrig bleibt.

Die ungenaue und meist stark verzögerte Bewertung illiquider Anlagen ist ein gravierender Nachteil. Per Definition (Illiquidität) stehen nur beschränkt

Marktdaten zur Einschätzung des aktuellen Werts zur Verfügung. Entsprechend handelt es sich bei den rapportierten Werten meist um Modellpreise (etwa DCF-Schätzungen bei Immobilien) oder um Preise, die von Transaktionen bei ähnlichen Investitionen abgeleitet werden. Ob die Positionen tatsächlich zu diesen Werten verkauft werden könnten, merkt man erst, wenn man es versucht. Der Anleger muss damit leben, dass er wesentlich ungenauer darüber Bescheid weiss, welchen Wert seine Investitionen aufweisen.

Meistens ist das kein Problem, aber bei Pensionskassen wird es spätestens bei einer grösseren Teilliquidation zu einer Kernfrage. Besonders dann, wenn ein hoher Anteil des Gesamtportfolios in illiquide Anlagen investiert wurde, kann eine Fehleinschätzung zu ungewollter Umverteilung führen oder verhindern, dass notwendige Portfolioveränderungen in Stressperioden durchgeführt werden.

WAS IST WANN WIE VIEL WERT?

Bei vielen illiquiden Anlagen weiss der Investor erst nach Rückzahlung des letzten Investments, wie hoch die Rendite wirklich war. Nicht selten müssen gerade auf den letzten Portfolioteilen Abschreibungen vorgenommen werden – während der Laufzeit sieht in diesen Fällen die Rendite lange zu gut aus. Der Investor verpflichtet sich unter Umständen auf eine Anlagedauer von zehn oder mehr Jahren und hat während der Laufzeit keine Ahnung, ob sein Portfoliomanager gute Arbeit leistet oder nicht. Zudem könnte er aufgrund der Vertragsstrukturen den

Manager auch dann nicht wechseln, wenn es notwendig wäre.

Bei den meisten illiquiden Anlagen fehlen geeignete Benchmarks, die einen objektiven Vergleich mit einem Marktdurchschnitt ermöglichen. Bei einem hohen Anteil illiquider Anlagen muss man sich auf einen jahrelangen Blindflug ohne Reaktionsmöglichkeit in einem erheblichen Teil des Portfolios einstellen.

«Die ungenaue und meist verzögerte Bewertung illiquider Anlagen ist ein gravierender Nachteil.»

Illiquide Anlagen können eine sinnvolle Ergänzung sein – so sind Immobilien Schweiz eine zentrale Stütze der Portfolios institutioneller Anleger. Allerdings kauft man sich einige Nachteile ein. Ein Vergleich der Margen der Produktanbieter bei illiquiden und bei traditionellen Anlagen erklärt, wieso versucht wird, Anleger intensiv von den Vorteilen illiquider Investments zu überzeugen. Letztlich gilt auch bei diesen Anlagen, dass die Menge das Gift ausmacht. Auf jeden Fall sollten Anleger illiquide Investments besonders genau prüfen, bevor sie sich auf viele Jahre binden.

Hansruedi Scherer, Gründungspartner, PPCmetrics



mit Vergleichswerten

Die die Anreizleistungen sind erhöht worden, wenn eine ausreichende Anreizleistungsgrenze sichergestellt ist. Die dies ist keine Einlösung einer Planleistung. Die Anreizleistungen sind erhöht worden, wenn eine ausreichende Anreizleistungsgrenze sichergestellt ist. Die dies ist keine Einlösung einer Planleistung. Die Anreizleistungen sind erhöht worden, wenn eine ausreichende Anreizleistungsgrenze sichergestellt ist. Die dies ist keine Einlösung einer Planleistung.

Videos



Publikationen



Website

der Tragfähigkeit

Die Tragfähigkeit der Vermögensgegenstände ist ein wichtiger Faktor für die Bewertung der Vermögensgegenstände. Die Tragfähigkeit der Vermögensgegenstände ist ein wichtiger Faktor für die Bewertung der Vermögensgegenstände. Die Tragfähigkeit der Vermögensgegenstände ist ein wichtiger Faktor für die Bewertung der Vermögensgegenstände.



Tagungen



Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.

Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.

Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.

PPCmetrics AG Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research. **Mehr**