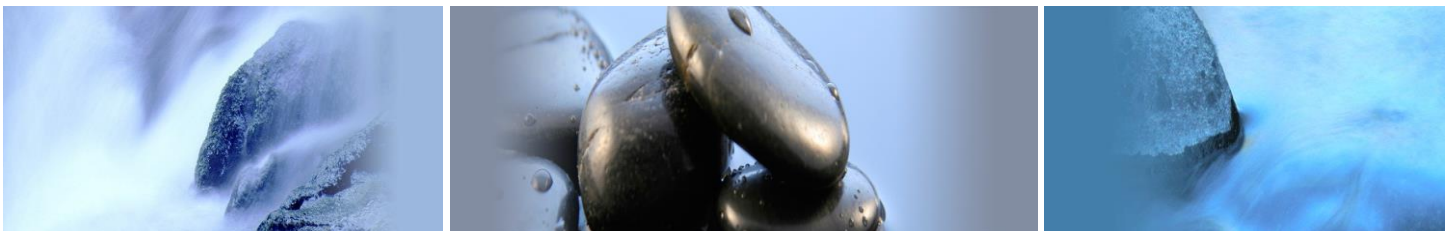




**Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research.**



www.ppcmetrics.ch



© Rostislav/Stock/Getty Images Plus

Nur scheinbar wenig volatil: Auch der Wert ausserbörslicher Anlageformen wie Immobilien schwankt.

Illiquide Anlagen: Vorzüge und Herausforderungen

Vermögensanlagen, für die es keinen geregelten Markt gibt, sind en vogue. Ob Immobilien, Senior Secured Loans oder Private Equity: Auf der Suche nach Rendite gelangen diese immer wieder auch in den Fokus von Stiftungen. Aber ist alles Gold, was glänzt? **Von Luzius Neubert**

Für Privatmarktanlagen wie direkt gehaltene Immobilien gibt es keine täglichen Preise. Stattdessen werden sie meist periodisch von einem Schätzer bewertet. Das gleiche Prinzip gilt auch für andere ausserbörsliche, nicht kotierte Anlagen wie Private Equity (nicht kotierte Aktien) oder Private Debt (Bankkredite). Diese Schätzungen führen zu äusserst konstanten Renditen (siehe Grafik auf Seite 47) und zu einer verschwindend geringen Volatilität (Risiko). So haben Immobiliendirektanlagen eine Volatilität von rund 0,6 Prozent im Gegensatz zu an der Börse gehandelten Immobilienfonds mit 6,7 Prozent – obwohl beide praktisch identisch investieren.

Daraus schliessen viele Anleger, dass Privatmarktanlagen kaum Risiken ausgesetzt seien. Dies stimmt so nicht – die Risiken sind einfach nicht sichtbar. Oder anders ausgedrückt: In einer Krise bleibt der Schätzwert zwar stabil, aber verkaufen lässt sich die Anlage zu diesem Schätzwert nicht. Die fehlende Marktbeurteilung hat auch ihre Vorzüge. Da kein Risiko sichtbar ist, und weil ein geregelter Markt fehlt, tendieren Anleger weniger dazu, den Kopf zu verlieren und die Anlagen mitten in der Krise zu verkaufen. Bei täglich gehandelten Aktien ist diese Gefahr grösser als bei Immobilien oder Private Equity.

Ein zweiter Effekt einer Modellbewertung ist die niedrige Korrelation

mit anderen Märkten. So wird gewissen illiquiden Anlagen eine Diversifikationswirkung zugeschrieben, welche sie in Tat und Wahrheit primär deshalb haben, weil die Bewertung verzögert erfolgt.

Perspektivwechsel für mehr Klarheit

Dazu ein Gedankenspiel: Was passiert, wenn man Aktien wie Privatmarktanlagen bewertet? Man betrachtet die laufenden Dividendenerträge als Rendite und unterstellt einen weitgehend stabilen Kurswert (da ja die künftigen Dividenden stabil sind). So betrachtet haben auch Aktien kaum mehr Risiken, eignen sich dafür sehr gut zur Diversifikation.

Während die Diversifikationswirkung bei Anlagen wie Hedge Funds (je nach Strategie) oder Private Equity in vielen Fällen primär auf fehlende Marktpreise zurückzuführen ist, ist sie bei Schweizer Immobilien (börsenkotierte Fonds wie auch Direktanlagen) Tatsache.

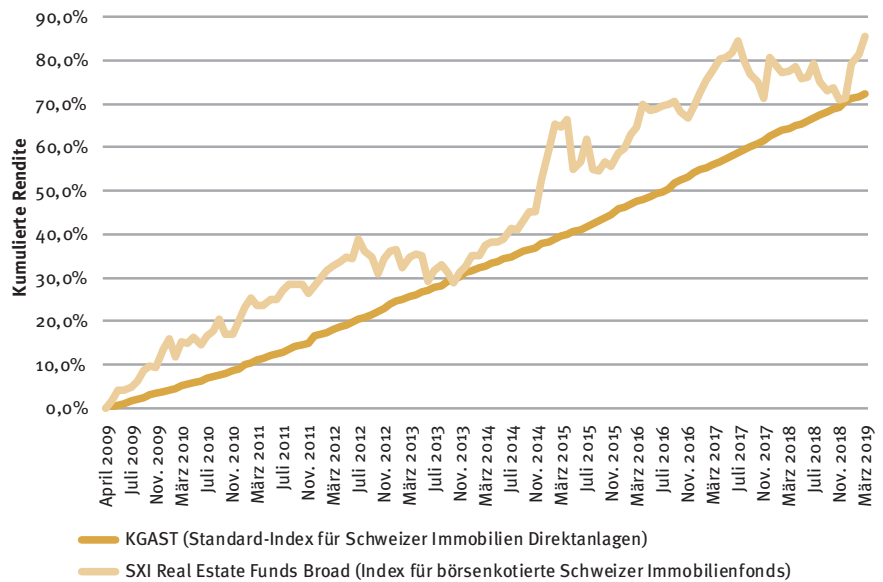
Optimiert man ein Portfolio rein aufgrund von Modellbewertungen, so besteht die Gefahr, dass man Privatmarktanlagen stark übergewichtet, da sie praktisch keine Volatilität und nur eine geringe Korrelation mit anderen Märkten haben. Dies kann zu ineffizienten Portfolios führen, die darüber hinaus illiquide und teuer sind.

Chance einer Mehrrendite, dafür illiquide

Ein realer Vorzug der Privatmarktanlagen ist eine gewisse Mehrrendite, auch als Illiquiditätsprämie bezeichnet. Sie ist wissenschaftlich nachgewiesen und besagt, dass Anleger für die fehlende Handelbarkeit von Investments durch eine Zusatzrendite entschädigt werden. Gerade für gemeinnützige Stiftungen mit der nötigen Risikofähigkeit ist dies attraktiv. Eine exakte Bestimmung dieser Prämie ist jedoch kaum möglich, und die vorliegenden Schätzungen zur Höhe der Illiquiditätsprämie gehen weit auseinander.

Erkauft wird eine mögliche Mehrrendite mit dem genannten Mangel an Flexibilität. Versucht ein Anleger Immobilien, Private Equity oder Bankkredite zu verkaufen, so ist dies häufig nur mit grossem Aufwand und unter Inkaufnahme von Preisabschlägen möglich. Hat eine Stiftung einmal in Private-Equity-Anlagen investiert, so wird sie diese kaum mehr los. Praktische Gründe, sie zu verkaufen, gibt es diverse: ein neuer Stiftungsrat, der die Vermögensanlagen vereinfachen will, eine zwischenzeitlich gesunkene Risikobereitschaft, ein ausserordentlicher Kapitalbedarf oder auch nur die Notwendigkeit, ein taktisches Übergewicht zu reduzieren. Dieser Mangel an Flexibilität kann Stiftungsräten Re-

Absolute Renditen von Immobiliendirektanlagen vs. Immobilienfonds



Quelle: Bloomberg

spekt einflüssen und sie gänzlich von einer Investition in illiquide Anlagen abhalten.

Wenig Wettbewerb zwischen Anbietern

Existieren keine Marktpreise, so sind auch die ausgewiesenen Renditen nur beschränkt aussagekräftig, und ein Vergleich mit einem Marktindex ist kaum möglich. Dies erschwert die Beurteilung der Performance der Vermögensverwalter – beispielsweise von Private Equity oder Private Debt Funds. Diese kann erst nach Rückzahlung des gesamten Investments beurteilt werden.

Erschwerend kommt hinzu, dass bei vielen Privatmarktanlagen normale Renditeberechnungen wegen der gestaffelten Investitionsperiode nicht funktionieren. Deshalb werden häufig spezifische Performancekennzahlen verwendet, die für unerfahrene Investoren nicht einfach einzuordnen sind. Anbieter können sich damit als profitabel darstellen, auch wenn sie nur durchschnittlich gut sind. Auch bei der Struktur der Vermögensanlagen (Steuern, Gebühren und Anlageve-

hikel) stehen die Anbieter vergleichsweise wenig im Wettbewerb mit anderen Anbietern. Dies schlägt sich wiederum in einem hohen Kostenniveau nieder.

Keine übersteigerten Erwartungen

Wenn eine Stiftung genügend gross ist und die Risikofähigkeit sowie das Fachwissen aufweist, kann sie in Privatmarktanlagen wie Private Equity, Bankkredite oder auch Immobiliendirektanlagen investieren. Sie sollte aber darauf achten, dass die Illiquiditätsprämie nicht durch hohe Gebühren weggefressen wird, und sollte nicht glauben, dass sie es – wegen fehlender Bewertung – tatsächlich mit risikoarmen Anlagen zu tun habe. ☺



Luzius Neubert, CFA, ist Managing Director bei PPC Metrics, einer unabhängigen Beratungsfirma mit Sitz in Zürich, und berät gemeinnützige Stiftungen bei ihrer Vermögensanlage.

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**

