

Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research.



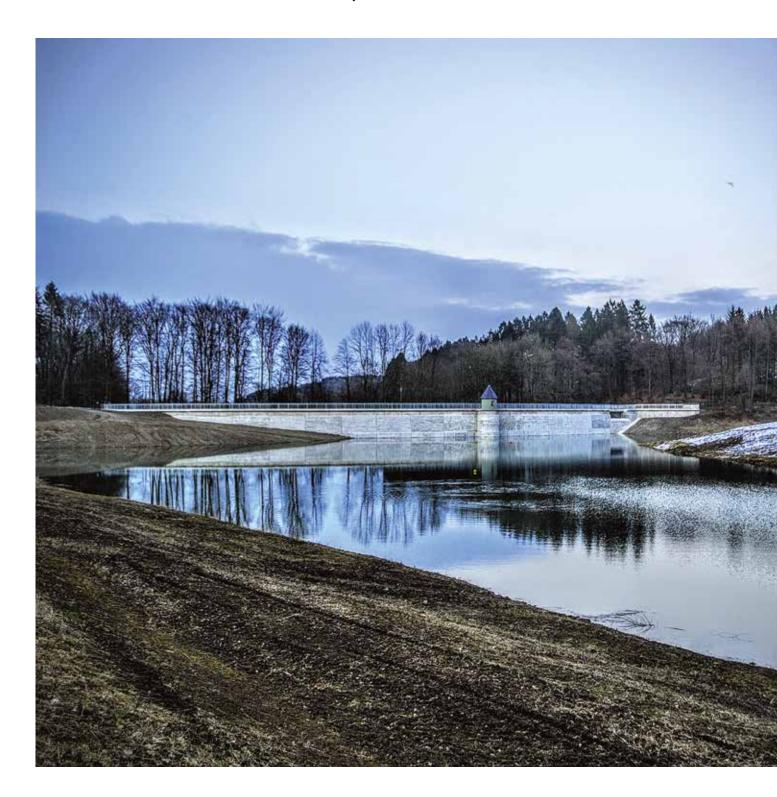




www.ppcmetrics.ch

Die unbekannte Prämie

Institutionelle Investoren kaufen zunehmend illiquide Anlagen wie Private Equity, Infrastruktur oder Private Debt. Was bei der Planung der Anlagestrategie, dem Kauf und der fortwährenden Kontrolle entscheidend ist, erklären Lukas Riesen und Marc Staub



Lebensnotwendige Infrastruktur: Die Eschbachtalsperre in Remscheid war die erste Trinkwassertalsperre Deutschlands. Nun soll das 2004 aufgegebene Wasserwerk erneuert werden, um Remscheid wieder mit Trinkwasser zu versorgen



nvestoren erwarten von illiquiden Anlagen langfristig eine Mehrrendite. Und zwar als Entschädigung für das Eingehen von Illiquiditätsrisiken. Oft wird argumentiert, dass für Anleger mit einem langen Anlagehorizont das Eingehen des Illiquiditätsrisikos tragbar sei. Gleichwohl sollten sie vor einer Investition die Eigenschaften der Anlagen analysieren und diskutieren. Zu nennen sind hier neben der Illiquiditätsprämie auch die Bewertung und die Anlagestrategie, das eigentliche Investment, anfallende Gebühren sowie die Kontrolle der Anlageobjekte.

Die Investitionsmöglichkeiten in illiquide Anlagen sind zahlreich und entwickeln sich laufend weiter. Gemeinsames Merkmal ist die Illiquiditätsprämie, welche die Geldgeber für den Kauf illiquider Anlagen im Vergleich mit liquiden Assets mit ansonsten gleichen Merkmalen erwarten. Ähnlich wie beim Kreditrisiko verlangen Anleger eine Kompensation für die Illiquidität – analog zum erwarteten Verlust bei einem Kreditausfall – und darüber hinaus möglicherweise eine Illiquiditätsprämie für die Unsicherheit über das Niveau der Illiquidität (analog zur Kreditprämie über der Ausfallrate).

Auf einem illiquiden Markt werden Vermögenswerte nicht häufig gehandelt. Es besteht das Risiko, dass diese Vermögenswerte nur zu einem Preis, welcher unterhalb des Preises auf einem aktiv gehandelten Markt liegt, verkauft werden können. Wissenschaftliche Studien haben die Effekte des Illiquiditätsrisikos untersucht und konnten die Illiquiditätsprämie auch nachweisen. Aber weder in der akademischen Literatur noch in der Praxis ist man sich über die Höhe einer eventuellen Illiquiditätsprämie einig. Das Schätzen der zukünftigen Illiquiditätsprämie enthält mehrere Hürden. Einerseits wird die Höhe der Prämie von Angebot und Nachfrage nach illiquiden Anlagen bestimmt. Demzufolge kann die Höhe der Prämie im Zeitablauf schwanken. Weiter bedingen illiquide Anlagen einen langfristigen Anlagehorizont und durchlaufen verschiedene Marktzyklen. Dadurch ist der Zeitpunkt von Kauf und Verkauf bedeutend.

Fehlende Marktpreise

Bei börsennotierten Anlagen erfolgt die Bewertung durch die Marktteilnehmer. Bei illiquiden Vermögensgegenständen hingegen sind keine Marktpreise vorhanden. Daher werden Modelle herangezogen, um den Wert zu bestimmen. Diese Modelle unterliegen hohen Ermessensspielräumen und wesentlichen Unsicherheiten. Ändert sich der Wert der Anlagen, wirkt sich das auf die Performance aus. Das wiederum hat Folgen für die Höhe der erfolgsabhängigen Gebühr.

Exemplarisch zeigen sich Unsicherheiten und der Einfluss der Zeit anhand eines Vergleichs der Performance von Aktien- und Private-Equity-Mandaten von PPC Metrics-Kunden während der ersten Phase der Corona-Virus-Pandemie im 1. Halbjahr 2020. Während rund 90 Prozent aller Aktienmandate Ende März 2020 eine gegenüber dem Jahresanfang berechnete Performance von unter minus 20 Prozent aufwiesen, lagen zu dem Zeitpunkt keine Private-Equity-Mandate mit einer Rendite von unter minus 20 Prozent vor. Rund 48 Prozent aller Private-Equity-Mandate wiesen Ende März 2020 sogar eine positive Rendite aus. Im Juni 2020 hat sich die Verteilung der Rendite der Private-Equity- und Aktienmandate hingegen angenähert (siehe Seite 30 unten). Dieses Beispiel verdeutlicht, dass Preise am Aktienmarkt erheblich von den Werten der Private-Equity-Modelle abweichen können, obwohl davon auszugehen ist, dass die unterliegenden Portfoliounternehmen beider Anlagekategorien ähnlich von den Folgen des Corona-Virus betroffen sind. Zwischenfazit: Ein Anleger weiß erst dann mit Sicherheit, ob er ein Asset tatsächlich zum Modellpreis verkaufen kann, wenn er es versucht.

Illiquidität in der Anlagestrategie

Wollen Investoren eine Anlagestrategie beurteilen, müssen sie die Eigenschaften illiquider Assets in ihre Analyse einbeziehen. Dabei müssen sie das Verhältnis von illiquiden Anlagen sowohl im Vergleich mit ihren Verpflichtungen als auch mit den übrigen Vermögensanlagen berücksichtigen. Da sie, wie gezeigt, Modelle heranziehen, schwanken die Preise geringer. Daraus wiederum ergeben sich besondere statistische Eigenschaften. Der ausschließliche Einsatz historischer Preise aufgrund von Modellen führt oft dazu, dass Risiken unterschätzt werden. Daher müssen die bei einer Optimierung der Anlagestrategie unterstellten Rendite- und Risikoannahmen ökonomisch gerechtfertigt werden. Der Einsatz illiquider Anlagen im Portfolio schränkt zudem die strategische Flexibilität und die Möglichkeit eines Re->

balancings ein. Beabsichtigt ein Anleger beispielsweise, das Risiko seiner Anlagestrategie zu senken, können illiquide Anlagen das Vorhaben erschweren. Denn sie können nicht rasch abgebaut werden.

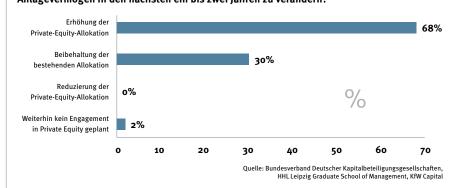
Illiquide Anlagen haben strategischen Charakter. Für einen taktischen Einsatz sind sie nicht geeignet. Wenn etwa Marktverwerfungen - mit Kursrückgängen bei liquiden Vermögenswerten - zu einem Übergewicht an illiquiden Anlagen führen, ist es schwierig, das ursprüngliche Risikoprofil wiederherzustellen, da ein zügiger Verkauf illiquider Anlagen meist nur mit Abschlag möglich ist. Ein Anleger könnte deshalb von einem raschen Kursanstieg bei den liquiden Assets nicht in beabsichtigtem Ausmaß profitieren. Das bedeutet, die Geldgeber müssen eine Vorstellung über angemessene Rendite- und Risikoeigenschaften illiquider Anlagen haben und auch unter Einbezug der Verbindlichkeiten und der übrigen Vermögensanlagen beurteilen, wie hoch der Anteil an illiquiden Anlagen in der Anlagestrategie optimalerweise sein darf.

Der Aufbau der gewählten Anlagestrategie hängt von Fragen hinsichtlich Risikostreuung, Know-how, Kosten, Governance, Rechtsstrukturen und Investitionsvolumen ab. Käufe von Private-Equity- oder Infrastrukturanlagen erfolgen typischerweise über kollektive Anlage-Vehikel. Diese werden aufgrund des langen Anlagehorizonts der zugrundeliegenden Portfolio-Investitionen meist als geschlossene Fonds mit einer festen Laufzeit struk-

Private Equity: Große Lust auf mehr

Institutionelle Investoren haben gute Erfahrungen mit ihren Private-Equity-Anlagen gesammelt. Gut zwei Drittel wollen die Position aufstocken, wie die jüngst veröffentlichte Studie "Private Equity als Anlageklasse für institutionelle Investoren und Family Offices in Deutschland" zeigt

Planen Sie den Anteil Ihres Private-Equity-Portfolios am gesamten Anlagevermögen in den nächsten ein bis zwei Jahren zu verändern?



turiert. Ein Anleger verpflichtet sich dabei, eine gewisse Summe über die vorgesehene Laufzeit in den Fonds zu investieren. Typischerweise wird die versprochene Investitionssumme schrittweise abgerufen und investiert. Es ist üblich, dass die Portfolioinvestitionen nach ein paar Jahren verkauft werden. Dann erhalten die Investoren ihr Geld zurück. Bis zum Ende der Laufzeit werden sämtliche Investitionen liquidiert.

Sollen Strategien für illiquide Anlagen umgesetzt werden, müssen Anleger ihr Augenmerk vor allem auf den Kauf und die Liquiditätssteuerung richten, um die gewünschte Allokation zu erreichen und ungewollte Über- oder Untergewichte zu vermeiden. Zusätzlich muss sich ein Geldgeber bei einer Investition in illiquide Anlagen darauf einstellen, dass sein Kapital für viele Jahre gebunden sein wird.

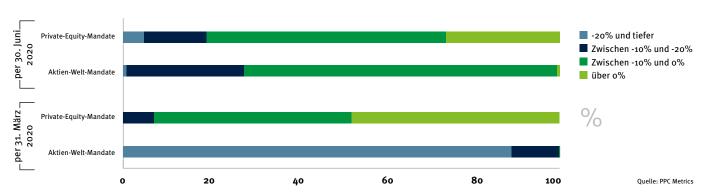
Gebühren sind meist komplex

Die Gebührenstrukturen bei illiquiden Anlagen sind aufgrund der spezifischen Umsetzungsformen meist komplex und weniger transparent im Vergleich zu klassischen Mandaten in der Vermögensverwaltung. Gebührenmodelle versuchen

Private Equity: In der Krise obenauf

Fast 90 Prozent aller Aktienmandate verbuchten im Auftaktquartal 2020 wegen des Corona-Crashs Verluste von mehr als 20 Prozent. Zahlreiche Private-Equity-Mandate wiesen im selben Zeitraum Gewinne aus. Aber Vorsicht: Die Private-Equity-Bewertungen können von Marktpreisen notierter Aktien erheblich abweichen

Verteilung der absoluten Renditen seit Jahresbeginn 2020



die Anreize der Vermögensverwalter mit den Zielen des Anlegers in Einklang zu bringen. Ihre wichtigen Bestandteile sind eine fixe Gebühr auf Basis des investierten oder zugesagten Vermögens (Management-Gebühr) sowie eine von der Performance abhängige Gebühr (Performance-Gebühr). Das von der Performance abhängige Element führt dazu, dass die Höhe der Gebühren im Voraus nicht bekannt ist. Hinzu kommt, dass bei Investitionen in Dachfonds mehrere Gebührenebenen mit unterschiedlichen Gebührenmodellen anfallen. Im Vergleich zu klassischen Anlagen fallen bei illiquiden Assets generell höhere Gebühren an. Für einen Anleger ist es daher unerlässlich, die Gebührenstruktur zu verstehen und zu überprüfen, ob die Höhe der Gebühren marktkonform ist.

Kontrolle illiquider Anlagen

Fehlende Marktinformationen, zeitlich verzögerte Bewertungen sowie im Zeitablauf unterschiedliche Investitionsvolumen und Mittelflüsse sind eine Schwierigkeit bei der laufenden Kontrolle illiquider Anlagen. Einerseits wird die Vergleichbarkeit aufgrund spezifischer Produkteigenschaften erschwert. Andererseits gibt es meist keine neutralen Informationen über die Portfolioinvestitionen. Dies führt zu einem Informationsvorsprung in Form einer Informationsasymmetrie der Vermögensverwalter gegenüber den Anlegern. Aufgrund der Komplexität und fehlender direkter Vergleichsmöglichkeiten sollten Letztere besonders aufmerksam sein bei der Kontrolle der Investitionen. Traditionelle Performance-Kennzahlen sind in diesem Fall teilweise nur bedingt aussagekräftig. Daher wurden fortschrittliche Kennzahlen entwickelt zum Beispiel das Public Market Equivalent. Das Performance-Maß vergleicht die Investitionen in Privatmarktanlagen mit einem Marktindex. Es empfiehlt sich, solche Kennzahlen im Rahmen einer Detailanalyse regelmäßig zu betrachten.

Fazit

Illiquide Investments sind vielfältig und bieten Investoren bemerkenswerte Anlagemöglichkeiten. Sie sind aber auch komplex. Das Kapital wird für viele Jahre angelegt. Daher sollten Interessenten ihre Erwartungen an Illiquiditätsprämie, Rendite- und Risikoeigenschaften sowie Auswirkungen der Illiquidität im Portfoliokontext hinterfragen. Geldgeber sollten außerdem prüfen, wie viel der Risikoprämie nach Abzug der hohen Kosten bei ihnen ankommt.



Der Autor **Lukas Riesen** ist Partner und Mitglied der Geschäftsleitung von PPC Metrics. Bei der Schweizer Beratungsgesellschaft verantwortet er das Ressort Asset-Liability-Management und die aktuarielle Beratung.



Der Autor **Marc Staub** ist Senior-Investment-Consultant bei PPC Metrics. Er hat an der Universität Zürich studiert und ist CFA- und CAIA-Charterholder. 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.





Tagungen

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



Webseite

