PPCmetrics

Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research.

www.ppcmetrics.ch

PPCmetrics
Asset Manager Review 2018

Themen

- Sonderthema Herausforderungen und wichtige Aspekte bei illiquiden Anlagen
- Im Jahr 2018 haben über 750 Anbieter aus der Schweiz und dem Ausland an den von uns durchgeführten PPCmetrics Marktscreens teilgenommen. Diese Asset Manager Review beinhaltet Informationen über Vermögensverwalter für nicht kotierte Immobilien USA, Aktien Schweiz Small und Mid Caps, Fund of Hedge Funds und Senior Secured Loans.

Illiquide Anlagen

Bei einer Investition in illiquide Anlagen wie etwa Private Equity oder Infrastruktur kann im Durchschnitt, aufgrund der Illiquiditätsprämie, eine Mehrrendite erwartet werden. Zudem wird von verschiedenen Seiten argumentiert, dass das Potenzial für ein Manager-Alpha bei illiquiden Anlagen höher ist. Bevor eine Quote an illiquiden Anlagen aufgebaut wird, müssen jedoch verschiedene Schwierigkeiten und Herausforderungen gemeistert werden. Vor der Investition sollte im Rahmen der Festlegung der Anlagestrategie der Aspekt der Illiquidität im Detail analysiert und ein für den Investor spezifisches Maximum an illiquiden Anlagen mittels Simulationen festgelegt werden. Bei der Umsetzung ist insbesondere die bei illiquiden Anlagen übliche Struktur eines Closed-End Funds kritisch. Diese Struktur erschwert u.a. die Performancemessung sowie die Investitionsplanung und erfordert eine detaillierte rechtliche Prüfung, um die Einhaltung der regulatorischen Vorgaben sicherzustellen. Weiter führt auch die Illiquidität selbst zu Schwierigkeiten – wie zum Beispiel bei der Messung des Risikos.

Einleitung

Illiquide Anlagen zeichnen sich dadurch aus, dass sie nicht oft gehandelt werden und nicht zeitnah ohne grossen Preisabschlag verkauft werden können. Für diese Illiquidität kann der Investor mit einer Risikoprämie entschädigt werden. Typische Beispiele für illiquide Anlagen sind Immobilien, Private Equity oder Infrastruktur. Was zeichnet diese illiquiden Anlagen neben der bereits diskutierten Risikoprämie aus und was sind die Herausforderungen? Was muss bei der Investition in illiquide Anlagen berücksichtigt werden? Antworten auf diese Fragen sind Inhalt des nachfolgenden Sonderthemas.

Herausforderungen bei illiquiden Anlagen

Bei einer Investition in illiquide Anlagen kann im Durchschnitt eine Mehrrendite, die sogenannte Illiquiditätsprämie, erwartet werden. Zudem wird ebenfalls von verschiedenen Seiten argumentiert, dass das Alphapotenzial in illiquiden Märkten grösser ist als in liquiden Märkten (Swensen und Ellis (2000)). Diese Mehrrendite und teilweise auch das Alpha sind jedoch neben den höheren Handels- resp. Transaktionskosten auf weitere Herausforderungen resp. Einschränkungen zurückzuführen:

- Es besteht eine hohe **Unsicherheit über den aktuellen Wert**. Die beobachteten Preise entsprechen in der Regel nicht den aktuellen Marktpreisen. Der ausgewiesene Wert der Investitionen wird meist anhand von Modellen berechnet **(«mark-to-model»)** und nicht, wie beispielsweise bei Aktien, über gehandelte Preise **(«mark-to-market»)**. Dieser Umstand führt dazu, dass die Preise wie auch die Risikomasse wenig aussagekräftig sind.

- Je höher der Anteil an illiquiden Anlagen ist, desto tiefer ist die **strategische Flexibilität** (Ausstieg ist z.T. nicht möglich). Dadurch werden auch die dynamische Risikosteuerung und das Rebalancing erschwert.
- Illiquide Anlagen können **nicht** oder nur unter erschwerten Bedingungen **taktisch** eingesetzt werden.
- **«Illiquiditätsbias»**: Renditedaten von illiquiden Anlagen sind unzuverlässig («Survivorship Bias», unregelmässiges Handeln (d.h. fehlende Preisbestimmung durch Markt) sowie «Selection Bias»).
- Es besteht **kein «Marktportfolio»**: Es sind zum Teil hohe projekt- oder unternehmensspezifische («idiosynkratrische») Risiken vorhanden. Dieser Umstand kann auch als Vorteil ausgelegt werden, da dies die Möglichkeiten für die Erwirtschaftung eines Alphas erhöht.
- Es gibt **keinen eigentlichen Marktindex**: Indizes von illiquiden Anlagen sind nicht investierbar. Ein Investor erhält niemals dieselben Renditen wie beispielsweise der Schweizer KGAST-Immobilien Index.
- Es ist schwierig, zwischen **Risiken und Managerfähigkeiten zu unterscheiden**, da es hierzu keine Modelle beziehungsweise keine genügend gute Datenbasis gibt.
- Zudem bestehen meist auch **grössere Principal-Agency-Probleme** resp. **höhere Informationssymmetrien** als bei liquiden Anlagen. Beispielsweise ist die Überwachung aufgrund der Datenprobleme erschwert. Zusätzlich gibt es weniger Governance Mechanismen als bei traditionellen Anlagen.
- Bei Closed-End Funds entstehen für die **Bereitstellung der Liquidität für die Kapitalzusage** zusätzlich **Opportunitätskosten**.[1] Diese Kosten beinhalten u.a. auch die indirekten Kosten für das Halten von zusätzlicher Liquidität.
- Aufgrund der alternativen rechtlichen Hüllen in den verschiedenen Rechtsräumen bestehen **rechtliche Risiken**, welche im Detail abgeklärt werden sollten («Legal Due Diligence»).
- **Je mehr in illiquide Anlagen** investiert wird, desto **kleiner wird die Illiquiditätsprämie**. Dies kann insbesondere für grosse Investoren ein Problem sein (Ben-Rephael, Kadan und Wohl (2012)).

[1] Umgekehrt hat der Manager bei Closed-End Funds eine Option, Kapital abzurufen, wann er will. Eine solche Option kann je nach Marktumfeld sehr wertvoll sein (z.B. Abruf von Kapital während einer Krise).

Wichtige Aspekte bei illiquiden Anlagen

Closed-End Funds

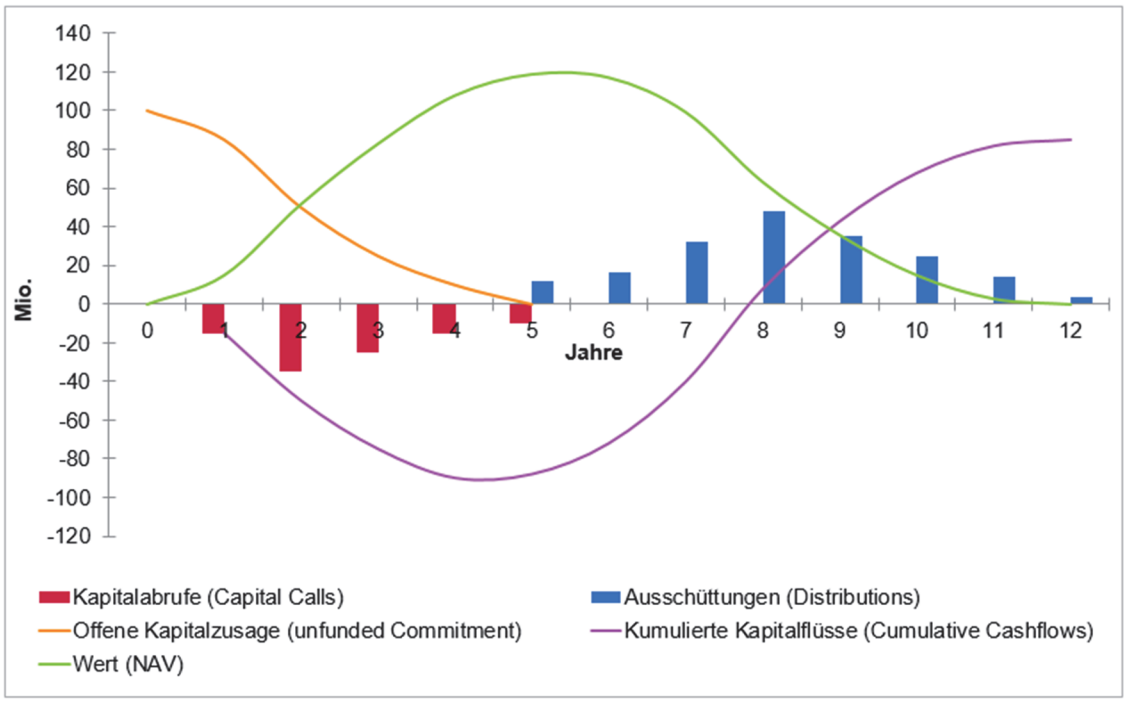
Bei der Investition in illiquide Anlagen müssen, neben der Illiquidität selbst, verschiedene weitere Aspekte berücksichtigt werden, insbesondere die Struktur des Fondsvehikels. Grund hierfür ist, dass illiquide Anlagen meist in Form von **Closed-End Funds** gehalten werden und nicht wie Aktien- oder Obligationenfonds, die typischerweise als **Open-End Funds** strukturiert sind.[2]

Abbildung 1 zeigt einen Verlauf eines solchen Closed-End Funds, welcher für Private Equity, Private Debt, Infrastruktur oder auch Timber Anlagen typisch ist. Konkret wird bei Closed-End Funds vom Investor eine **Kapitalzusage («Commitment»)** gesprochen, die in der Regel während den ersten fünf Jahren durch **«Capital Calls»** resp. **«Draw-downs»** (rote Balken in der Abbildung) abgerufen und vom Fonds in Firmen, Projekte oder andere Fonds investiert wird. Während man den Abruf als Capital Call benennt, wird die effektive Zahlung auch als **«Contribution»** bezeichnet. Durch diese Einzahlungen in den Fonds nehmen die offenen Kapitalzusagen ab (**«Unfunded Commitment»**, teilweise auch **«Open Commitment»** genannt, orange Linie in der Abbildung).

Anschliessend werden die getätigten Investments durch den Fonds schrittweise verkauft bzw. liquidiert und die gewonnene Liquidität den Investoren in Form von **«Distributions»** ausgeschüttet (blaue Balken in der Abbildung). Dadurch ist der Fonds selbstliquidierend und nie oder nur sehr kurze Zeit voll investiert (NAV, grüne Linie in der Abbildung). Die oft erwähnte **J-Curve** (violette Linie in der Abbildung) entspricht den kumulierten Mittelflüssen und ist für Investoren ohne akuten Liquiditätsbedarf weniger relevant.

[2] Es gibt jedoch auch bei illiquiden Anlagen Kategorien, die oft in Form von Open-End Funds respektive Evergreen Funds strukturiert sind. So werden beispielsweise Immobilienfonds teilweise als Open-End Funds angeboten; seltener ist dies auch bei Infrastruktur oder Private Equity Funds der Fall.

Abbildung 1: Typischer Verlauf eines Closed-End Funds

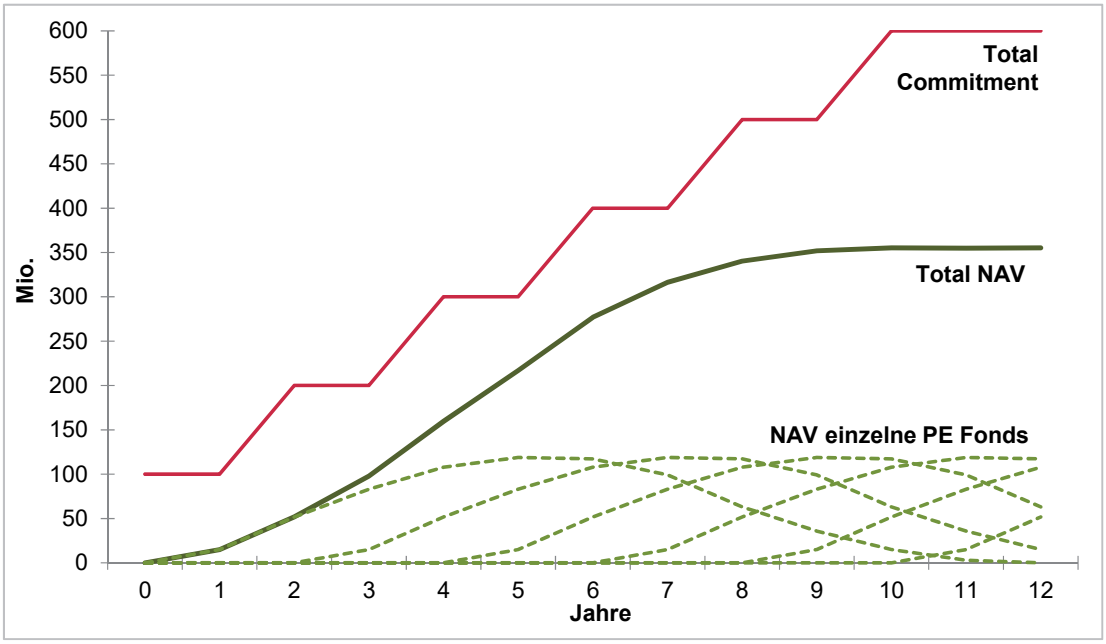


Bei der Performance wird bei Closed-End Funds (im Gegensatz zu Open-End Funds) in der Regel keine zeitgewichtete Rendite («Time-weighted Return») ausgewiesen, sondern eine Geldrendite («Money-weighted Return») ohne eine Benchmark, die sogenannte **«Internal Rate of Return»** (kurz IRR). Diese Performance ist stark abhängig vom jeweiligen Startjahr des Fonds **(«Vintage Year»)**, was den Vergleich verschiedener Fonds erschwert. So wiesen beispielsweise die Venture Funds, welche ein paar Jahre vor der Internet Bubble gestartet wurden, teilweise sehr hohe Renditen auf, da verschiedene Ventures zu hohen Preisen an die Börse gebracht werden konnten. Später lancierte Fonds rentierten dagegen deutlich schlechter. Entsprechend ist ein systematischer Vergleich der Performance anhand verschiedener Kennzahlen und Performancemasse empfehlenswert. Neben der Performancemessung ist auch die Erreichung der Strategiequote durch diese Closed-End Fundsstruktur erschwert. Dies wird im nächsten Abschnitt diskutiert.

Erreichen und Halten der Strategiequote

Die oben diskutierte Struktur von Closed-End Funds führt dazu, dass das bereitgestellte Kapital nie voll investiert sein wird. Um nun ein gewünschtes Investitionsniveau resp. eine strategische Quote zu erreichen, muss deshalb eine so genannte **«Overcommitment-Strategie»** verfolgt werden (vgl. Abbildung 2).

Abbildung 2: Overcommitment-Strategie



Bei der Overcommitment-Strategie ist eine laufende **Investitionsplanung** unabdingbar. Konkret werden bei dieser Planung künftige Verläufe von Closed-End Funds simuliert, um die optimale Kapitalzusage in den jeweiligen Jahren zu bestimmen. Dieser Investitionsplan muss danach regelmässig, in der Regel jährlich, aktualisiert werden, da sich die Werte resp. der NAV der Closed-End Funds in der Regel anders entwickeln als erwartet und neue Fonds gezeichnet werden. Neben diesem für illiquide Anlagen speziellen Exposure-Management, können auch die Gebühren resp. deren Berechnung anders als bei traditionellen Anlagen sein.

Gebühren

Die Managementgebühren werden in der Regel auf **Basis der Kapitalzusagen** («Commitment») erhoben; seltener auch auf dem **investierten Kapital («Invested Capital»)**, dem **NAV**, oder auf einer Mischung von Commitment und NAV. Weiter bestehen in der Regel auch **performanceabhängige Gebühren**, welche oftmals als **«Carried Interest»** bezeichnet werden. Diese performanceabhängigen Gebühren fallen üblicherweise an, wenn eine bestimmte Mindestrendite, die sogenannte **«Hurdle Rate»**, erreicht wird und ein Anteil dieser Überrendite in Form von Gebühren bezahlt werden muss. Aufgrund der grossen Ausgestaltungsmöglichkeiten muss ein Modell mit verschiedenen Annahmen entwickelt werden, um die Gebührenunterschiede zwischen verschiedenen Produkten resp. Vermögensverwaltern vergleichbar zu machen.

Verkauf von illiquiden Anlagen

Die Auswahl von illiquiden Anlagen sollte mit besonderer Sorgfalt ausgeführt werden, da das Produkt in der Regel nur mit Abschlägen vor Ende der Laufzeit verkauft werden kann. In der Praxis wird dabei oftmals die Bezeichnung **Discount** verwendet, welche dem Abschlag zum NAV, d.h. dem bilanzierten Wert, entspricht. Je nach Fonds und Marktlage bewegt sich dieser Discount zwischen 0% und 50%, wobei 5% bis 20% die Regel sind. In einer Finanzmarktkrise oder in Stresszeiten erhöhen sich aber diese Discounts üblicherweise stark. Diesem Umstand musste z.B. auch der Harvard Endowment Fund spüren, bei dem versucht wurde, während der Finanzkrise verschiedene Private Equity Fonds zu verkaufen (vgl. Ang (2014)). Es blieb jedoch beim Versuch, da Harvard trotz renommierter Fonds im Portfolio, hohe Discounts hätte akzeptieren müssen.

Rechtliche Anforderungen

Schlussendlich sollten vor der Investition in illiquide Anlagen auch die Vertragsdokumente, wie beispielsweise das **«Limited Partnership Agreement»** (LPA) und das **«Private Placement Memorandum»** (PPM), einer **rechtlichen Prüfung** unterzogen werden und wichtige Punkte geändert oder in einem **Zusatzvertrag («Side Letter»)** festgehalten werden.

Diese rechtliche Prüfung wird oftmals aus Zeitgründen oder falschem Kostenbewusstsein vernachlässigt. Dies kann sich jedoch zu einem späteren Zeitpunkt rächen, falls beispielsweise bei einem kriselnden Fonds plötzlich von den Investoren verlangt wird, zusätzliches Geld in den Fonds nachzuschiessen. Kurz zusammengefasst gilt frei nach Schiller auch bei der Selektion von illiquiden Anlagen: «Drum prüfe, wer sich lange bindet.».

Anlagestrategien mit illiquiden Anlagen

Bei der Festlegung der Anlagestrategie sollte die Illiquidität von Anlageklassen explizit berücksichtigt werden und anhand einer Asset Liability Studie analysiert werden. Dabei müssen der Bedarf an Liquidität, die zukünftigen Verpflichtungen und allfällige negative Konsequenzen, wie Probleme beim Rebalancing oder das Verfolgen einer allenfalls unerwünschten Anlagestrategie berücksichtigt werden. Primärer Grund hierfür ist, dass die Liquidierung bzw. der Verkauf von illiquiden Anlagen sehr teuer sein kann.[3]

[3] Bei Pensionskassen bietet sich hierbei auch die Unterscheidung zwischen Liability Hedging Portfolio und Performance Seeking Portfolio an, deren Entwicklung dann im Detail diskutiert werden kann.

Falls z.B. der Bedarf an Liquidität in der Zukunft signifikant und nicht verschiebbar ist, müssen diese Auszahlungen bei Festlegung der Anlagestrategie berücksichtigt werden. Dabei sollten auch Worst Case Szenarien analysiert werden. Falls ein Investor mit fixem hohen resp. potenziell fixem hohen Liquiditätsbedarf trotzdem einen hohen Anteil in illiquide Anlagen investiert, bestehen im Notfall drei Möglichkeiten, um trotzdem Zahlungen tätigen zu können:

- **Liquidierung liquider Anlagen**: Falls liquidere Anlageklassen wie Obligationen oder Aktien liquidiert werden, kann sich die Anlagestrategie stark ändern, da illiquide Anlagen übergewichtet werden.
- **Liquidierung der Anlagen gemäss ursprünglicher Strategie**: Falls beschlossen wird, auch Teile der illiquiden Anlagen zu verkaufen, müssen potenziell hohe Abschläge resp. Verluste in Kauf genommen werden.
- **Aufnahme von Fremdkapital**: Um kurzfristig Zahlungen zu tätigen, kann auch Fremdkapital aufgenommen werden. Dies war primär die Variante, neben vereinzelten Kürzungen, welche der Harvard Endowment Fund während seiner Liquiditätskrise in der Finanzkrise verfolgte (vgl. Ang (2014)).

Wie soll der Aspekt der Illiquidität bei der Erarbeitung der Anlagestrategie berücksichtigt werden? Bei der Allokationsoptimierung ist das **«Mean-Variance-Modell»** üblich, welches auf Makrowitz (1952) zurückgeht. Dabei werden insbesondere für illiquide Anlagen oft kritische Annahmen getroffen, wie dass Anlagen unendlich teilbar sind und dass keine Transaktionskosten bestehen. Um das Modell für diese Annahmen für illiquide Anlagen zu korrigieren, wird oftmals die erwartete Rendite von solchen Anlagen mit zunehmender Illiquidität und je nach Liquiditätsbedarf des Investors reduziert (vgl. z.B. Hayes, Primbs und Chiquonie (2015)). Diese Sichtweise ist zwar im Grundsatz richtig, da das Modell explizit die Kosten von illiquiden Anlagen aufgrund eingeschränkter Handlungsmöglichkeiten berücksichtigt, aber sie verallgemeinert zu stark. Um die Konsequenzen einer Investition in illiquide Anlagen im Detail abschätzen zu können, müssen **Simulationen** durchgeführt und analysiert werden. Es ist somit ein iteratives Vorgehen empfehlenswert, um den optimalen Anteil von illiquiden Anlagen in einer Anlagestrategie festlegen zu können.

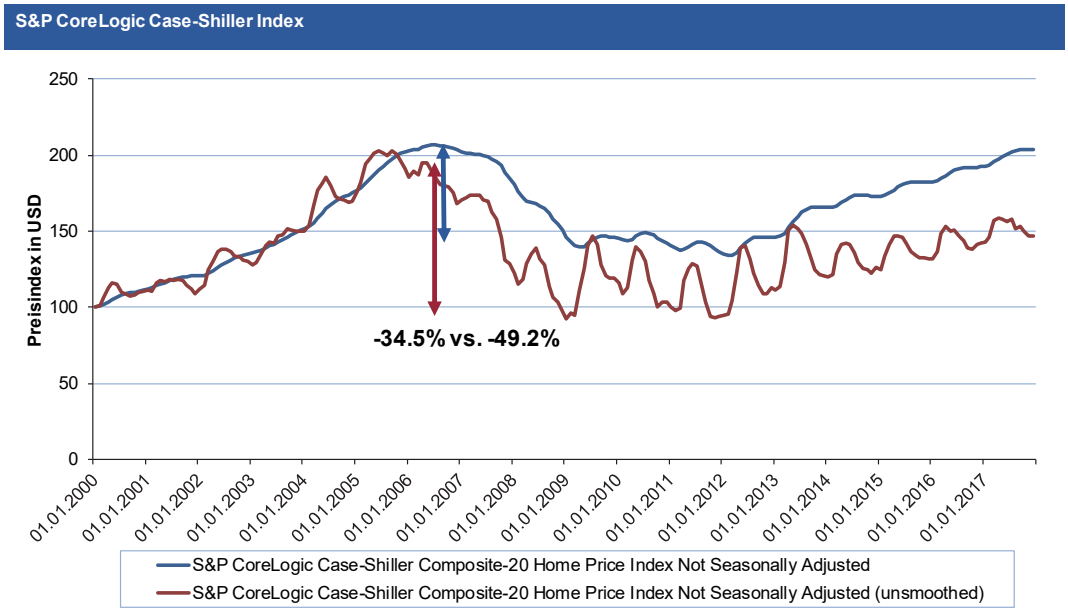
Schwierigkeiten bei der Interpretation des Reportings von illiquiden Anlagen

Wegen des **Illiquiditätsbias** müssen die Renditedaten jeweils mit Vorsicht interpretiert werden, da keine Möglichkeit besteht, dieses Problem zu korrigieren. Konkret werden die tatsächlichen Wertveränderungen geglättet («Smoothing») und fallen weniger stark aus, als wenn eine Marktbewertung vorliegen

würde. Somit sind historische Risikokennzahlen wie die Volatilität nicht aussagekräftig. Um das Risiko der Anlage zu illustrieren, bestehen aber Korrekturtechniken. Dies bedingt aber wiederum eine zeitgewichtete Rendite.

Abbildung 3 zeigt diesen Illiquiditätsbias am Beispiel des S&P CoreLogic Case-Shiller Home Price Index, welcher den Wert von Wohnimmobilien in 20 Städten in den USA abbildet. So beträgt die jährliche Volatilität dieses Indexes gerade mal 3.9% (rote Linie). Anhand einer einfachen statistischen Methode kann die Illiquidität korrigiert werden, was dann zu einer jährlichen Volatilität von 18.6% führt (blaue Linie).[4] Diese Korrektur ist zwar nur eine Schätzung, liefert jedoch realistischere Risikokennzahlen.

Abbildung 3: Illiquiditätsbias am Beispiel des S&P Core Logic Case-Schiller Index



Weiter muss beachtet werden, dass die Bewertung der Anlagen innerhalb eines Jahres, d.h. die Quartalswerte, oftmals nicht von einer Rechnungslegungsgesellschaft überprüft werden, sondern nur jene am Jahresende. Somit unterliegen diese Werte einer noch höheren Unsicherheit. Diesem Umstand muss bei der Interpretation der Zahlen Rechnung getragen werden.

Das **Fehlen eines Marktindexes** wird trotz gewisser Nachteile meist kompensiert, indem ein kotierter Index zum Vergleich verwendet wird. So wird beispielsweise oftmals bei Private Equity Anlagen der LPX 50 oder der MSCI World Index + einen fixen Prozentsatz resp. eine Risikoprämie verwendet. Auch ein Aktienindex, der die Entwicklung des Eigenkapitals von kleineren Unternehmen abbildet, wie zum Beispiel der MSCI World Small Cap Index, wird teilweise verwendet. Seltener erfolgt eine zusätzliche

[4] Es ist nur eine grobe Korrektur, da sie lediglich um die Autokorrelation korrigiert.

Risikoadjustierung der Benchmark infolge des üblicherweise höheren Fremdkapitaleinsatzes bei illiquiden Anlagen.[5] Bei anderen Privatmarktanlagen wie Infrastruktur, wird oftmals auch ein fixes Renditeziel (z.B. 6%) oder eine Inflationsrate plus Prämie vorgegeben (z.B. CPI +4%). Zu selten werden Peer Groups herangezogen und die Anlageleistung mit den eigenen Fonds resp. Mandaten verglichen.

Die Problematik bei vielen verschiedenen illiquiden Anlagen, dass keine normale, zeitgewichtete Rendite wie bei Aktien- oder Obligationenfonds verwendet werden kann, ist auf die Struktur des Fonds zurückzuführen (vgl. Abbildung 1 für eine typische Struktur). Aufgrund dieser Mittelflüsse wird bei der Performancemessung primär auf eine **kapitalgewichtete Rendite** resp. Geldrendite zurückgegriffen. Diese erzielte Rendite, auch **Internal Rate of Return (IRR)** genannt, wird mit dem investierten Vermögen gewichtet und ist abhängig von den Mittelflüssen, wobei diese vom Vermögensverwalter selber ausgelöst werden. Diese Kennzahl wird meist nach Abzug der Gebühren berechnet und in den jeweiligen Investment Reports als Net IRR bezeichnet.[6] Ebenfalls weit verbreitet sind Multiples als Performancekennzahlen, wie beispielsweise der **Total Value to Paid in Capital (TVPI)**. Dieser ergibt sich, wenn die Rückzahlungen zum aktuellem Net Asset Value addiert und durch die Summe der Kapitaleinzahlungen dividiert werden.

Jedoch weisen diese Performancemasse verschiedene Nachteile auf, wie die fehlende Berücksichtigung der Marktperformance und des eingegangenen Risikos, die Abhängigkeit vom Gründungsjahr des Fonds («Vintage Year»)[7] oder die fehlende Vergleichbarkeit mit Renditen anderer Anlageklassen resp. mit einer Benchmark. Diese Performancemessungsprobleme führen mitunter auch zu interessanten Marketingmöglichkeiten für die Private Equity Manager. So zeigen 75% der Private Equity Manager, dass die Net IRR ihrer Produkte im Vergleich zu anderen Private Equity Produkten im oberen Viertel der Performance liegt («Top Quartile»). Was theoretisch unmöglich erscheint, kann ein Private Equity Manager durch die gezielte Auswahl des Datenproviders und einer breiteren Auslegung von Vintage Years erreichen.

Aus diesen Gründen wurden neue Performancemasse wie etwa der **Public Market Equivalent (PME) nach Kaplan und Schoar (2005) («KS-PME»)** entwickelt.[8] Diese Kennzahl vergleicht die Private Equity Anlage mit einer Investition in den Aktienmarkt mit den gleichen Ein- und Auszahlungen resp.

[5] In der Literatur wird bei der Unternehmensbewertung beispielswiese das Leveraged Beta zur Berechnung der Kapitalkosten verwendet.
[6] Der Net IRR wird aber vor Steuern wie z.B. US Quellensteuern berechnet. Auch die performanceabhängige Gebühr wird vor Steuern berechnet.
[7] Ein extremes Beispiel für den Einfluss des Vintage Year sind Venture Capital Funds, welche um 1997 gegründet wurden und während der Internet-Bubble ihre Investments durch Börsengänge zu einem hohen Preis verkaufen konnten.
[8] Es bestehen verschiedene PMEs resp. andere Ausprägungen davon wie ICM oder PME+. Jedoch haben alle diese Masse verschiedene Probleme resp. unrealistische Annahmen. Diese Problematik wird von Gredil, Griffiths und Stucke (2014) in ihrem Working Paper aufgezeigt. Sie schlagen ein neues Performancemass «Direct Alpha» vor, welches selber fragwürdige Annahmen trifft (Berechnung eines IRR mit Future-Value Cashflows).

Cash In- und Outflows. Ein PME grösser als 1 bedeutet, dass die Private Equity Anlage eine höhere Rendite als ein Vergleichsindex mit kotierten Aktien erzielt hat. Obwohl der PME Marktbewegungen resp. Opportunitätskosten berücksichtigt, zeigt auch dieses Mass keine risikoadjustierte Sichtweise. Zum Beispiel kann ein Private Equity Manager mehr Fremdkapital einsetzen, was im Durchschnitt zu einer Erhöhung des PME sowie der anderen Performancemasse führt. Dieser Umstand kann durch eine Adjustierung der Benchmark, d.h. durch eine Erhöhung des Betas, korrigiert werden. Je nach Studie und Private Equity Investment bewegt sich das Aktienmarkt-Beta von Private Equity zwischen 1.3 und 2.6 (z.B. Axelson, Sorensen und Strömberg (2014), Cochrane (2005), Buchner (2014)). Weiter sollte ein Small Cap Marktindex verwendet werden, da dieser das Universum eher repräsentiert. So zeigen beispielsweise Phalippou (2014) oder L'Her, Stoyanova, Shaw, Scott und Lai (2016), dass Firmen in Buyout Transaktionen eher kleiner sind als jene Firmen in einem Small Cap Universum.

Fazit

Von illiquiden Anlagen kann im Durchschnitt eine Mehrrendite erwartet werden, jedoch beinhaltet die Investition in solche Anlagen gewisse Herausforderungen, die vor einer Investition adressiert werden müssen:

- Im Rahmen der Strategiefestlegung muss, abgestimmt auf die Liquiditätsbedürfnisse des Investors, der **maximale Anteil illiquider Anlagen** am Gesamtvermögen mittels Simulationen festgelegt werden.
- Für das Erreichen und Halten der festgelegten Strategiequote für illiquide Anlagen ist eine **Investitionsplanung** empfehlenswert, insbesondere bei Closed-End Funds (Overcommitment-Strategie). Dabei sollte auch analysiert werden, wie – falls notwendig – aus den Anlagen wieder ausgestiegen werden kann.
- Es müssen die benötigten **Ressourcen und das Know-how** für die Investitionsplanung, die Investitionsumsetzung sowie -überwachung intern oder extern vorhanden sein. Aufgrund der höheren Komplexität ist der Ressourcenbedarf und das benötigte Wissen höher als bei liquiden Anlagen.
- Die **Gebührenstruktur** bei illiquiden Anlagen ist oft komplex und muss im Detail verstanden werden.
- Vor einer Investition ist eine **rechtliche Prüfung** aller vertraglicher Dokumente (LPA, PPM) sowie der Anforderungen gemäss BVG und BVV 2 nötig. Bei Bedarf muss ein Side Letter ausgehandelt werden, in welchem wichtige Vertragsbestandteile geregelt werden.

- Nach einer Investition ist es empfehlenswert, die getätigten Anlagen im Rahmen eines professionellen **Investment Controllings**, auf Basis aussagekräftiger Performance- und Risikokennzahlen zu überwachen. Gerade aufgrund der erhöhten Intransparenz sowie der teils schlechten Datenverfügbarkeit ist eine engere Überwachung illiquider Anlagen nötig. Zudem sollte die Diversifikation über die Vintage Years, Branchen und Finanzierungsstadien regelmässig überprüft werden.

Literatur

Ang A., 2014. Asset Management: A Systematic Approach to Factor Investing. Oxford University Press.

Axelson U., Jenkinson T., Strömberg P., Weisbach M. S., 2013. Borrow cheap, buy high? The determinants of leverage and pricing in buyouts. Journal of Finance 68, 2223–2267.

Axelson U., Sorensen M., Strömberg P., 2013. The alpha and beta of buyout deals. Working paper, Columbia Business School.

Buchner A., 2014. The Alpha and Beta of Private Equity Investments. Working Paper.

Cochrane J. H., 2005. The risk and return of venture capital. Journal of Financial Economics 75, 3–52.

Gredil O., Griffiths B., Stucke R., 2014. Benchmarking Private Equity: The Direct Alpha Method. Working Paper.

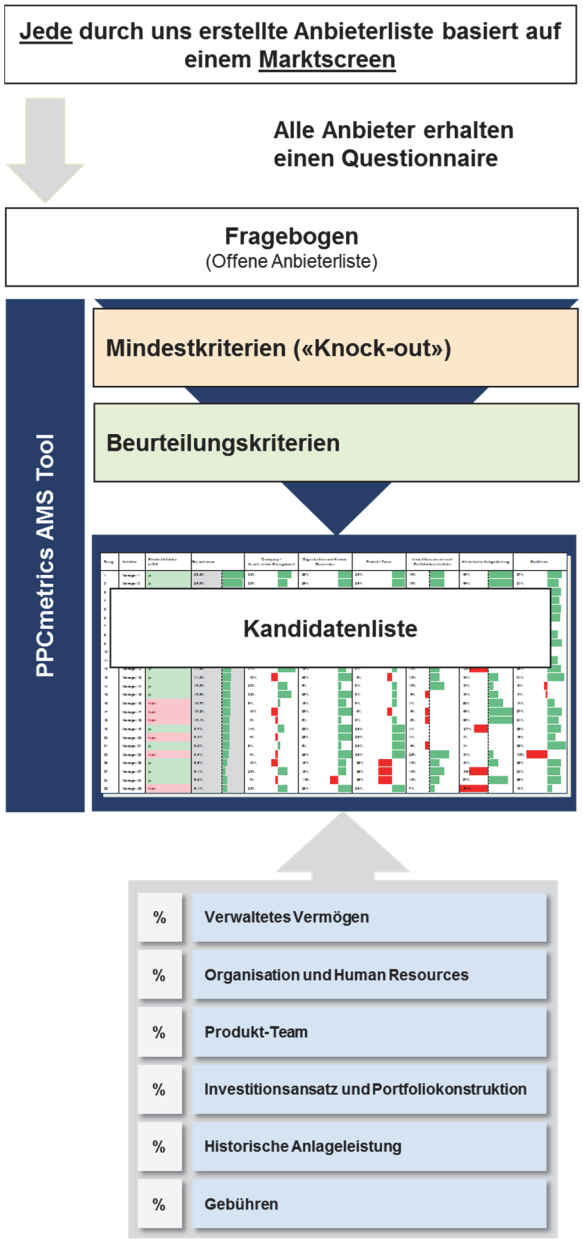
Hayes M., Primbs J.A., Chiquoine B., 2015. A Penalty Cost Approach to Strategic Asset Allocation with Illiquid Asset Classes. The Journal of Portfolio Management.

L'Her J.-F., Stoyanova R., Shaw K., Scott W., Lai C., 2016. A Bottom-Up Approach to the Risk-Adjusted Performance of the Buyout Fund Market. Financial Analysts Journal 72, 4, S. 36-47.

Phalippou L., 2014. Performance of Buyout Funds Revisited. Review of Finance 18, 1, S. 189–218.

PPCmetrics Marktscreen

Informationen über professionelle Anbieter aus den PPCmetrics Marktscreens 2018



Um aktuelle Informationen von Vermögensverwaltern zu erhalten, führen wir regelmässig **breite Marktscreens** für eine spezifische Anlagekategorie resp. einen Mandatstyp durch.

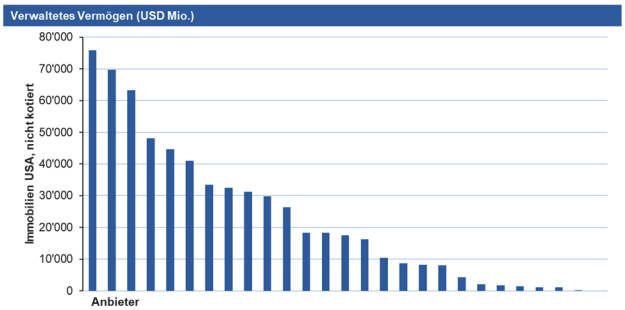
Diese Marktscreens dienen institutionellen Anlegern als transparentes Instrument, um anhand **von über 200 qualitativen und quantitativen Filter- und Beurteilungskriterien** eine Vorauswahl der für das Ausschreibungsverfahren geeigneten Kandidaten zu treffen.

Jeder Vermögensverwalter kann kostenlos teilnehmen. Unsere offene Datenbank umfasst derzeit über 4'000 Anbieter und Produkte.

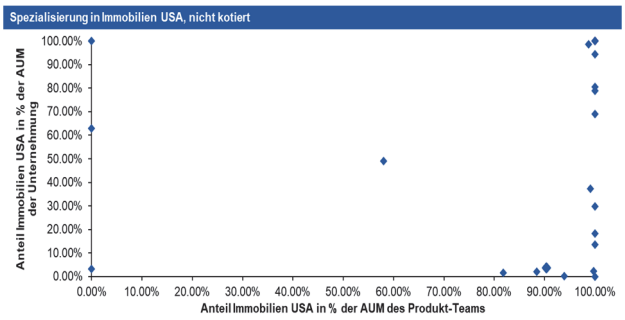
Marktscreen «Immobilien USA, nicht kotiert»

Anzahl Anbieter	27
Verwaltetes Vermögen in der Anlagekategorie	USD 614 Mrd.

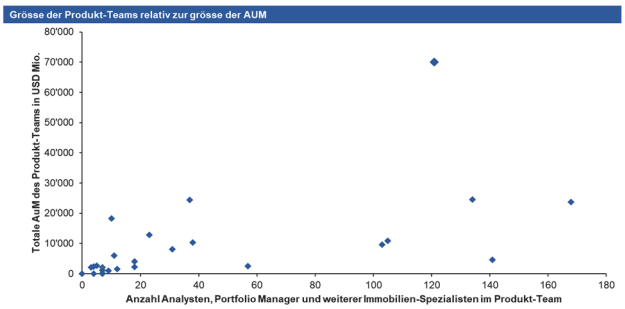
- Insgesamt verwalten die hier abgebildeten Vermögensverwalter US Immobilien, nicht kotiert, im Umfang von USD 614 Mrd. Im Durchschnitt (Median) verwalten die Vermögensverwalter USD 22.7 Mrd. (USD 17.7 Mrd.).



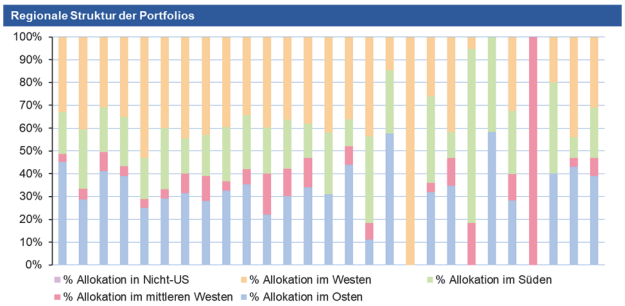
- Von den hier abgebildeten Produkt-Teams verwalten 9 ausschliesslich Portfolios in nicht kotierten US Immobilien. Die anderen Produkt-Teams verwalten auch Assets in anderen Immobilienkategorien. Im Durchschnitt (Median) investieren die Produkt-Teams 85.4% (99%) ihrer verwalteten Vermögen in nicht kotierte US Immobilien.



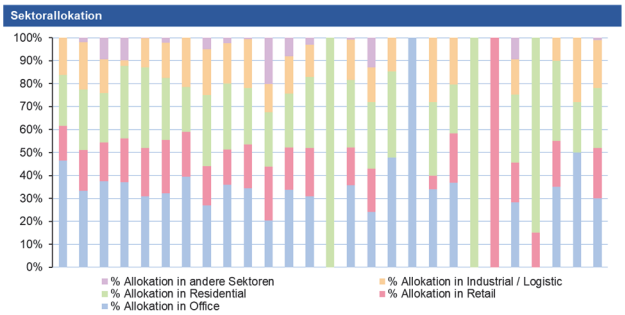
- Die Produkt-Teams bestehen im Durchschnitt (Median) aus 40 (12) Investment Spezialisten. Die Produkt-Teams verwalten im Durchschnitt (Median) ein Vermögen von USD 9.1 Mrd. (2.6 Mrd.).



- Die meisten Produkte investieren regional relativ diversifiziert. Keines der Produkte hat eine Allokation zu Nicht-US Immobilien.



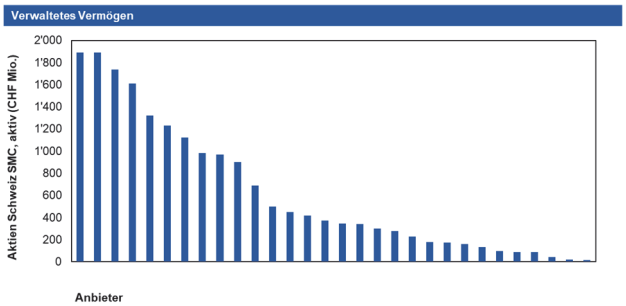
- Es bestehen grosse Unterschiede bei den Produkten hinsichtlich ihrer Sektor-Positionierung. Nur vier der Produkte investieren exklusive in einen einzelnen Immobiliensektor bei USA Immobilien.



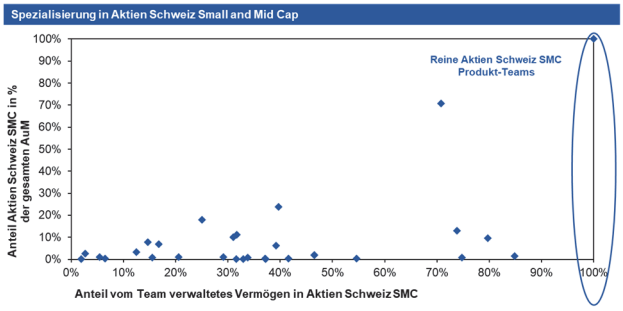
Marktscreen «Aktien Schweiz Small & Mid Cap, aktiv»

Anzahl Anbieter	30
Verwaltetes Vermögen in der Anlagekategorie	CHF 18.6 Mrd.
Verwaltetes Vermögen für Schweizer Pensionskassen	CHF 328 Mrd.

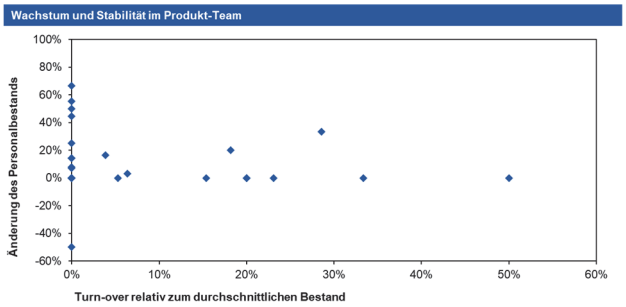
- Die hier abgebildeten Vermögensverwalter verwalten Schweizer Small & Mid Cap Aktienportfolios im Umfang von CHF 18.6 Mrd. Der Durchschnitt (Median) liegt bei CHF 619 Mio. (CHF 358 Mio.).



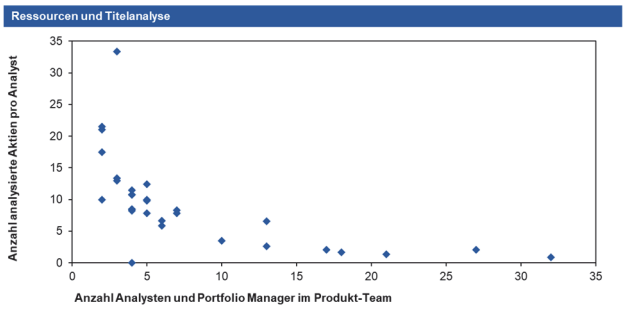
- Von den hier abgebildeten Produkt-Teams verwaltet ein Team ausschliesslich Schweizer Small & Mid Cap Aktienportfolios. Die anderen Produkt-Teams verwalten auch noch Vermögen in weiteren Anlagekategorien. Im Durchschnitt (Median) verwalten die Produkt-Teams 37.9% (33.4%) ihres gesamten verwalteten Vermögens in Aktien Schweiz Small & Mid Cap.



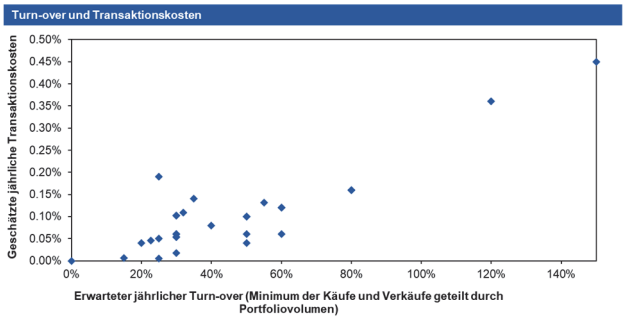
- Der Turn-over relativ zum durchschnittlichen Personalbestand ist ein Mass für die Stabilität des Produkt-Teams. Im Durchschnitt (Mittelwert) liegt der Turn-over über die vergangenen drei Jahre bei 7.7% (Median 0%), d.h. die Mehrheit der Teams kann als stabil bezeichnet werden. Die Teamgrösse ist durchschnittlich angewachsen. Die Änderung des Personalbestands beträgt im Mittelwert 10.6% (Median 0%) über die vergangenen drei Jahre.



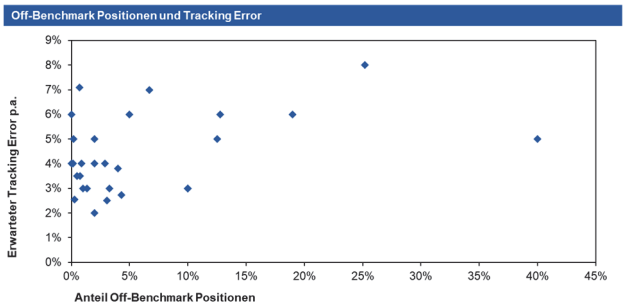
- Im Durchschnitt umfassen die Produkt-Teams 8 Portfolio Manager und Analysten. Die Teams analysieren durchschnittlich rund 42 Unternehmen, d.h. ca. 5 Aktien pro Mitarbeiter. Die Ressourcen sind vor dem Hintergrund des Ansatzes zu beurteilen: Fundamentalansätze benötigen mehr Ressourcen als rein quantitative Ansätze.



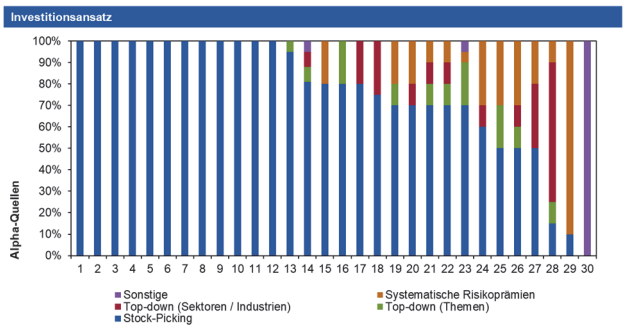
- Die geschätzten jährlichen Transaktionskosten liegen im Durchschnitt (Median) bei 0.10% (0.08%) bei einer Spannweite von 0.00% bis 0.45%. Der erwartete jährliche Portfolio Turn-over (einseitig) liegt im Durchschnitt (Median) bei 45.3% (32.0%), im Maximum bei 150%.



- Der Tracking Error ist ein Mass für die Abweichung der Renditen zwischen dem Portfolio und dem Index. In der Tendenz steigt der erwartete Tracking Error an, je mehr die Manager ausserhalb des Index anlegen.



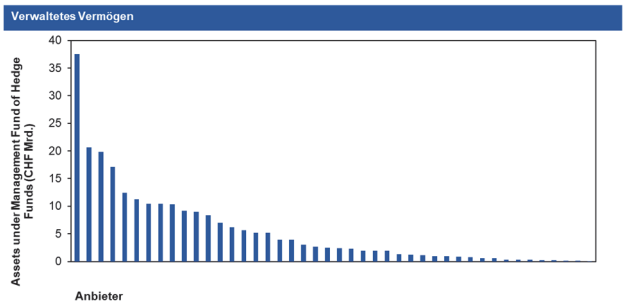
- Die Mehrheit der Manager verfolgt einen fundamentalen Investitionsansatz, d.h. es wird versucht, durch sogenanntes Stock-Picking eine Mehrrendite zu erwirtschaften. Die aktive Steuerung der Sektoren- und Industrieallokation sowie die Ausrichtung nach Risikoprämien spielt bei Schweizer Small & Mid Cap Aktienportfolios als Alpha-Quelle eine untergeordnete Rolle.



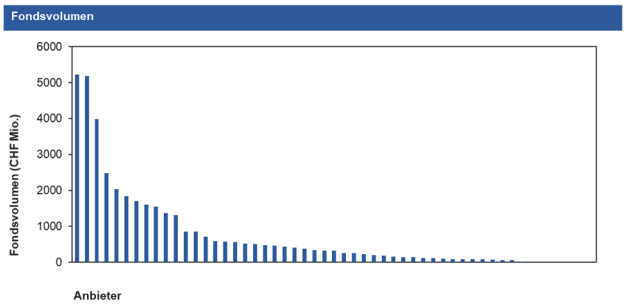
Marktscreen «Fund of Hedge Funds»

Anzahl Anbieter	44
Verwaltetes Vermögen in der Anlagekategorie	CHF 243 Mrd.
Verwaltetes Vermögen für Schweizer Pensionskassen	CHF 146 Mrd.

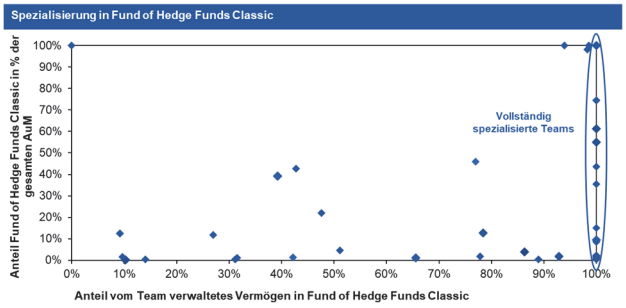
- Die hier abgebildeten Vermögensverwalter verwalten Fund of Hedge Funds Portfolios im Umfang von CHF 243 Mrd. Der Durchschnitt liegt bei CHF 5.5 Mrd. (Median: CHF 2.5 Mrd.).



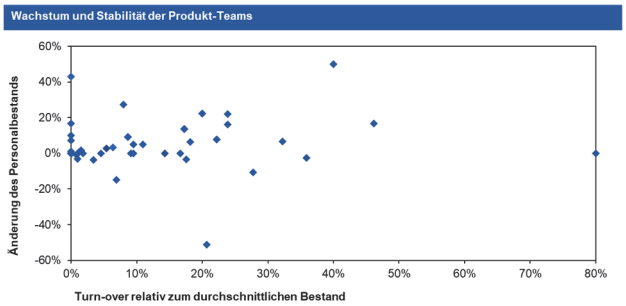
- Das hier abgebildete Fondsvolumen beläuft sich auf insgesamt rund CHF 39.0 Mrd. Der Durchschnitt (Median) liegt bei knapp CHF 829.98 Mio. (CHF 385 Mio.).



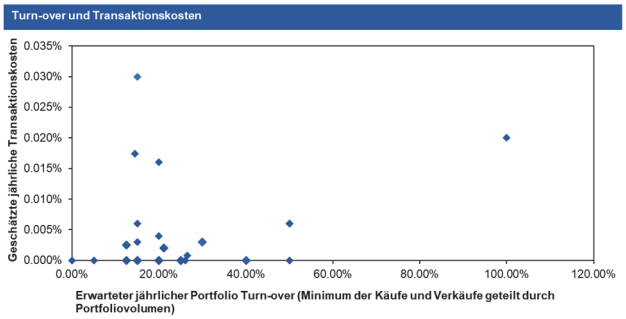
- Von den 45 abgebildeten Produkt-Teams verwalten 24 ausschliesslich Fund of Hedge Funds Portfolios. Die anderen Produkt-Teams verwalten auch noch Vermögen in weiteren Anlagekategorien. Im Durchschnitt (Median) verwalten die Produkt-Teams 72.45% (93.89%) ihres gesamten verwalteten Vermögens in Fund of Hedge Funds Portfolios.



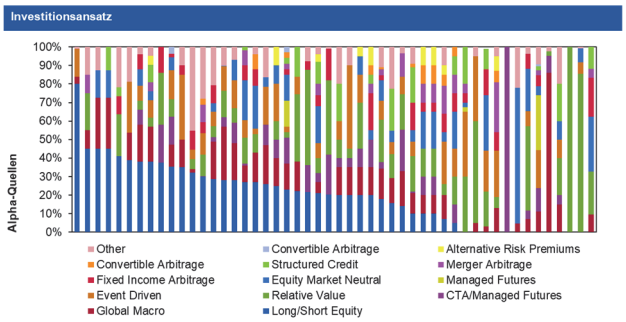
- Im Durchschnitt (Mittelwert) liegt der personelle Turn-over bei 11.93% (Median 8%), d.h. die Mehrheit der Teams kann als stabil bezeichnet werden. Die Teamgrösse ist durchschnittlich angewachsen. Die Änderung des Personalbestands beträgt im Mittelwert 5.11% (Median 1.03%) über die vergangenen drei Jahre.



- Die geschätzten jährlichen Transaktionskosten liegen im Durchschnitt bei 0.00% bei einer Spannweite von 0.00% bis 0.03%. Der erwartete jährliche Portfolio Turn-over (einseitig) liegt im Durchschnitt bei 23%, im Maximum bei 100%.



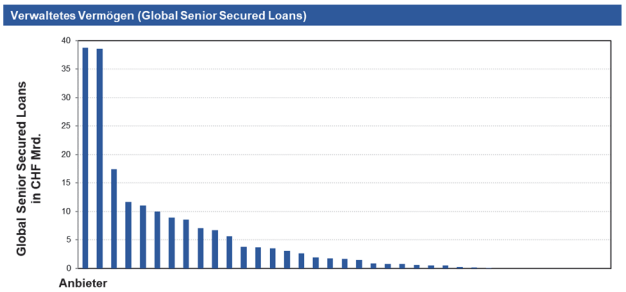
- Die Mehrheit der Manager versuchen durch den Kauf/Leerverkauf von Aktien, durch frühzeitiges Erkennen von makroökonomischen Faktoren (Global Macro) oder durch Preisunterschiede auf verschiedenen Märkten (Relative Value) eine Mehrrendite zu generieren. Alternative Risikoprämien, Managed Futures und Convertible Arbitrage sind weniger weit verbreitet.



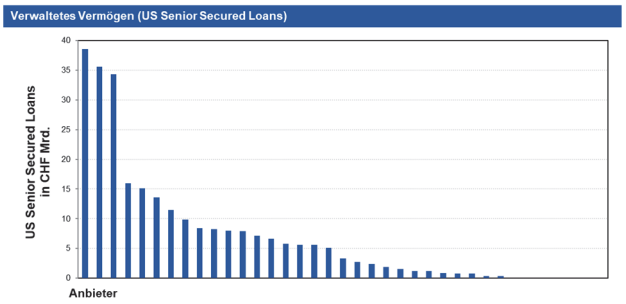
Marktscreen «Senior Secured Loans»

Anzahl Anbieter	39
Verwaltetes Vermögen in der Anlagekategorie (Global)	CHF 258 Mrd.
Verwaltetes Vermögen in der Anlagekategorie (US)	CHF 316 Mrd.
Verwaltetes Vermögen für Schweizer Pensionskassen	CHF 11.3 Mrd.

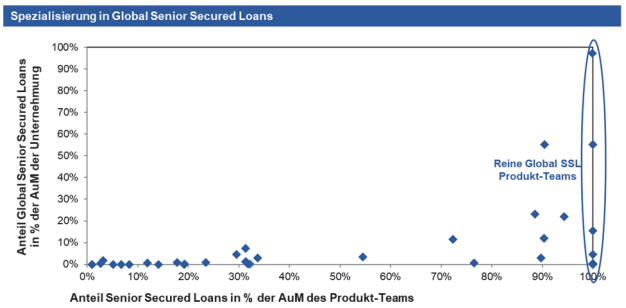
- Insgesamt verwalten die hier abgebildeten Vermögensverwalter Global Senior Secured Loans (zum Beispiel Produkte mit S&P Global Leveraged Loans Index als Benchmark) im Umfang von CHF 258 Mrd. Im Durchschnitt (Median) verwalten die Vermögensverwalter CHF 6.0 Mrd. (CHF 1.6 Mrd.).



- Insgesamt verwalten die hier abgebildeten Vermögensverwalter US Senior Secured Loans (zum Beispiel Produkte mit CS Leveraged Loan Index als Benchmark) im Umfang von CHF 316 Mrd. Im Durchschnitt (Median) verwalten die Vermögensverwalter CHF 7.9 Mrd. (CHF 5.3 Mrd.).

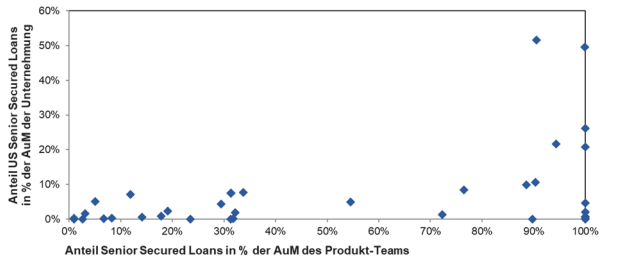


- Neun der 34 hier abgebildeten Produkt-Teams verwalten ausschliesslich Portfolios in globalen Senior Secured Loans. Die anderen Produkt-Teams verwalten auch Assets in anderen Kategorien. Im Durchschnitt verwalten die Produkt-Teams 63.5% ihrer verwalteten Vermögen in globalen Senior Secured Loans.



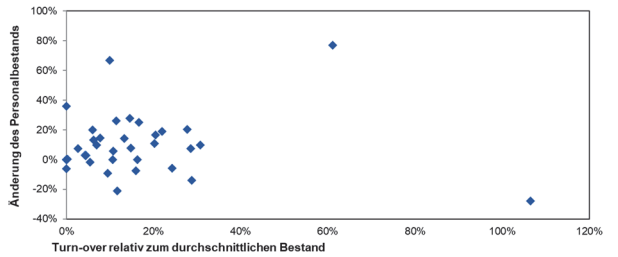
- Sieben der 32 hier abgebildeten Produkt-Teams verwalten ausschliesslich Portfolios in US Senior Secured Loans. Die anderen Produkt-Teams verwalten auch Assets in anderen Kategorien. Im Durchschnitt verwalten die Produkt-Teams 68.6% ihrer verwalteten Vermögen in US Senior Secured Loans.

Spezialisierung in US Senior Secured Loans



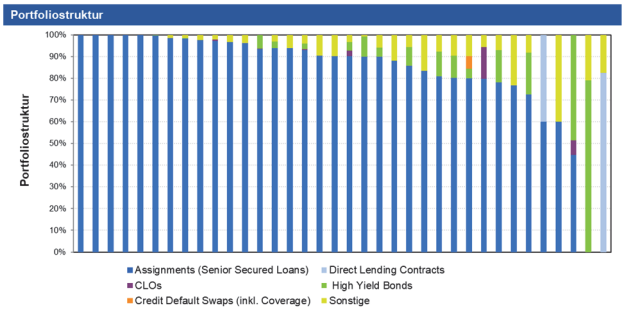
- Im Durchschnitt (Median) liegt der Turnover bei 16.49% (10.8%), d.h. die Mehrheit der Teams kann als stabil bezeichnet werden. Die Teamgrösse ist durchschnittlich angewachsen. Die Änderung des Personalbestands beträgt im Durchschnitt (Median) 7.77% (5.6%) über die vergangenen drei Jahre.

Wachstum und Stabilität des Produkt-Teams



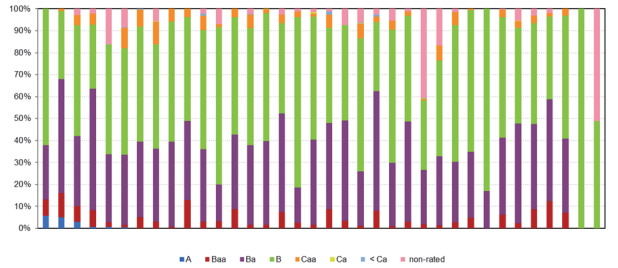
- Die meisten Produkte investieren hauptsächlich in Senior Secured Loans. Daneben machen High Yield Bonds sowie sonstige Anlagen einen relevanten Teil der Portfolios aus. Die restlichen Anlagekategorien sind von untergeordneter Bedeutung.

Portfoliostruktur



- Es bestehen grosse Unterschiede bei den Produkten hinsichtlich ihrer aktuellen Rating-Positionierung. 30 der 36 hier abgebildeten Produkte halten Sub-Investment Grade Anleihen (Caa, Ca, < Ca) im Portfolio. Der höchste Anteil dieser drei Kategorien beträgt 10.5%.

Ratingstruktur der Portfolios



Auswahl und Beurteilung von Vermögensverwaltern

Die Begleitung unserer Kunden bei der Beurteilung und Auswahl von Vermögensverwaltern gehört seit der Firmengründung zu unserem Kerngeschäft. Wir führen jährlich zwischen 75 und 125 Mandatsausschreibungen in den unterschiedlichsten Vermögensgrössen durch und verfügen über langjährige Erfahrung und Kompetenzen. Dies zeigt sich unter anderem in den folgenden Punkten:

- **Designierte Spezialisten**: Unsere Mitarbeiter sind ausgewiesene Fachspezialisten und werden häufig als Referenten / Dozenten in ihrem Fachgebiet angefragt.
- **Analysemethoden**: Wir verfügen über fortschrittliche und wissenschaftlich fundierte Instrumente für die Analyse und den Vergleich von Asset Managern und Portfolios. Für die quantitativen Analysen ist ein eigenständiges Team verantwortlich.
- **Breites Manager-Universum**: Unser Selektionsprozess ist strikt darauf ausgelegt, eine hohe Zahl an Kandidaten für jedes ausgeschriebene Mandat nach den Prinzipien eines fairen Wettbewerbs und der Gleichbehandlung zu berücksichtigen.
- **Öffentliche Ausschreibungen**: Wir sind europaweit eine der wenigen Firmen, die Managerselektionen in einem öffentlichen Ausschreibungsverfahren bereits mehrfach erfolgreich und ohne Einsprachen durchgeführt haben.
- **Langjährige Erfahrung aus dem Investment Controlling**: Wir sind seit mehr als 20 Jahren als Investment Controller für Schweizer und europäische institutionelle Investoren tätig und nehmen für uns in Anspruch, ein überdurchschnittliches Know-how über die Anlagetätigkeit von Vorsorgeeinrichtungen und Förderstiftungen zu haben. Die gewonnenen Erkenntnisse aus unserer Controllingtätigkeit (z.B. regelmässige Performance Reviews) fliessen systematisch in unseren Selektionsprozess ein.
- **Gebührendatenbank**: Wir erfassen die Gebühren aller von uns begleiteten Vertragsabschlüsse sowie der Mandate im Investment Controlling. Dadurch erhalten wir einen Überblick über die aktuellen Gebühren sowie die historischen Entwicklungen für die Beurteilung und das Benchmarking der Offerten.
- **Vertragswesen**: Wir haben Prüfungsschemas und Vertragsvorlagen erarbeitet, welche sicherstellen, dass den Anforderungen des Gesetzgebers Rechnung getragen wird. Wir führen regelmässig Vertragsverhandlungen in mehreren Rechtssystemen, darunter auch im angelsächsischen Common Law.

Ansprechpartner

Dr. Andreas Reichlin
Partner

Dozent an der Universität Zürich, der Fachhochschule Nordwestschweiz und der Fachschule für Personalvorsorge

andreas.reichlin@ppcmetrics.ch

Oliver Kunkel
Senior Investment Consultant, Head AMS&C

Dozent an der Universität Zürich / CUREM, der Hochschule Luzern und der Fachschule für Personalvorsorge

oliver.kunkel@ppcmetrics.ch

Romano Gruber, CFA
Investment Consultant

Dozent an der Universität Zürich

romano.gruber@ppcmetrics.ch

Konstantin Furrer
Associate Investment Consultant

Ehemaliger Junior Research und Teaching Assistant am Institut für Business Administration der Universität Zürich

konstantin.furrer@ppcmetrics.ch

Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research

PPCmetrics AG
Badenerstrasse 6
Postfach
CH-8021 Zürich

Telefon	+41 44 204 31 11
Telefax	+41 44 204 31 10
E-Mail	ppcmetrics@ppcmetrics.ch
Website	www.ppcmetrics.ch
Social Media	

PPCmetrics SA
23, route de St-Cergue
CH-1260 Nyon

Téléphone	+41 22 704 03 11
Fax	+41 22 704 03 10
E-Mail	nyon@ppcmetrics.ch
Website	www.ppcmetrics.ch
Social Media	

Die PPCmetrics AG (www.ppcmetrics.ch) ist ein führendes Schweizer Beratungsunternehmen für institutionelle Investoren und private Anleger im Bereich Investment Consulting. Die PPCmetrics AG berät ihre Kunden bei der Anlage ihres Vermögens in Bezug auf die Definition der Anlagestrategie (Asset Liability Management) und deren Umsetzung durch Anlageorganisation, Asset Allocation und Auswahl von Vermögensverwaltern (Asset Manager Selection). Zudem unterstützt die PPCmetrics AG über 100 Vorsorgeeinrichtungen (Pensionskassen, Versorgungswerke etc.), gemeinnützige Stiftungen und Family Offices / UHNWI bei der Überwachung der Anlagetätigkeit (Investment Controlling), bietet qualitativ hochwertige Dienstleistungen im aktuariellen Bereich (Actuarial Consulting) und ist als Pensionskassen-Expertin tätig.

Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.

Artikel / Beiträge

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

Videos

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

Tagungen

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

Webseite