



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



**[www.ppcmetrics.ch](http://www.ppcmetrics.ch)**

Erfahrungen aus der Praxis

## Wie sich illiquide Anlagen ins Portfolio einbetten lassen

**Angebot und Nachfrage illiquider Anlagen wie Private Equity, Infrastruktur oder Immobilien sind in den vergangenen Jahren stark gestiegen. Welche Chancen eröffnen sich mit der Investition in solche Produkte und welche Herausforderungen und Risiken müssen gemeistert werden?**

Illiquidität wird bei Anlagen häufig so definiert, dass diese Titel nicht unmittelbar gehandelt werden können oder aber, dass der Kauf oder Verkauf ihren Preis signifikant beeinflusst. Damit Investoren dieses Risiko übernehmen, fordern sie eine Zusatzentschädigung für das Halten von illiquiden Anlagen, die sogenannte Illiquiditätsprämie.

Dass Investoren für die Übernahme des Illiquiditätsrisikos eine Mehrrendite erwarten, ist intuitiv relativ einfach verständlich und in wissenschaftlichen Beiträgen wurde die Existenz einer Illiquiditätsprämie analysiert und auch nachgewiesen. Eine exakte Bestimmung dieser Prämie ist jedoch nicht möglich und die vorliegenden Schätzungen zur Höhe der Illiquiditätsprämie gehen weit auseinander.

Von verschiedener Seite wird zudem argumentiert, dass die Chance, dass ein Vermögensverwalter sogenanntes Alpha erzielt, bei illiquiden Anlagen aufgrund des weniger transparenten Marktes und der höheren Schwierigkeiten bei der Strukturierung einer Investition höher ist. Unter einem Alpha versteht man dabei eine Überrendite, die mit überdurchschnittlichen Fähigkeiten des Vermögensverwalters und nicht mit höherem Risiko oder einfach mit Glück begründet werden kann. Im Gegensatz zur Illiquiditätsprämie ist dieses höhere Potenzial für ein Manager-Alpha jedoch umstritten.

### **Anlagestrategie und -horizont**

Die oben erwähnten Chancen, eine Mehrrendite zu erzielen, kommen jedoch nicht ohne zusätzliche Risiken beziehungsweise Herausforderungen im Vergleich zu liquiden Anlagen. So müssen illiquide Anlagen einerseits vor dem Hintergrund der Verpflichtungen beziehungsweise des Liquiditätsbedarfs eines Investors, andererseits unter Berücksichtigung der übrigen Vermögensanlagen betrachtet werden.

Bei der strategischen Positionierung gilt es zu berücksichtigen, dass Investitionen in illiquide Anlagen die strategische und taktische Flexibilität in der Zukunft reduzieren. Je höher der Anteil an illiquiden Anlagen, desto schwieriger wird es, die Asset-Allokation anzupassen. Erfahrungsgemäß werden strategische Anpassungen nach dem Auftreten unerwarteter Ereignisse wie zum Beispiel Markteinbrüchen oder veränderten Risikopräferenzen des Investors diskutiert.

Die Investition in illiquide Anlagen erfolgt zudem fast immer über kollektive Anlagevehikel. Diese Fonds sind häufig als closed-end funds strukturiert, welche eine im Voraus fixierte Laufzeit haben. Die Laufzeit kann von knapp zehn Jahren, beispielsweise bei Private Debt, bis zu 30 Jahren bei Investitionen in Infrastruktur reichen, wobei ein vorzeitiger Ausstieg nicht oder nur unter Hinnahme großer Preisabschläge möglich ist. Ein langfristiger Anlagehorizont ist somit unabdingbar.

Dies bedingt, dass bei der Festlegung der Anlagestrategie die Illiquidität von Anlageklassen explizit berücksichtigt werden sollte. Dabei müssen der Bedarf an Liquidität, die künftigen Verpflichtungen und allfällige negative Konsequenzen, wie Probleme beim Rebalancing oder das Verfolgen einer allenfalls unerwünschten Anlagestrategie, berücksichtigt werden. Anhand von Simulationen sollte eine maximale Quote an illiquiden Anlagen in der Strategie festgehalten werden, welche der Investor verkraften kann.

### **Informationsasymmetrie**

Wie erwähnt, erfolgt die Umsetzung illiquider Anlagen meist mittels kollektiver Anlagegefäße. Somit wird die Vermögensverwaltung an einen Spezialisten delegiert und kann nicht, wie beispielsweise bei Aktien, vom Investor selbst übernommen werden. Durch diese Delegation entsteht eine Informationsasymmetrie zwischen dem Investor (Principal) und dem Vermögensverwalter (Agent), da der Vermögensverwalter besser über das Portfolio Bescheid weiß als der Investor. Diese Informationsasymmetrie ist bei illiquiden Anlagen deutlich ausgeprägter als bei liquiden Anlagen. Ohne geeignete Vorkehrungen hat der Auftraggeber (Investor) keine Chance zu beurteilen, wie sich der Auftragnehmer (Vermögensverwalter) verhält und ob er allein im Interesse des Auftraggebers handelt. In der Fachliteratur spricht man von der Principal-Agent-Problematik und von Moral Hazard.

In dieser Ausgangslage ist es zentral, dass sich der Investor mit den folgenden Fragestellungen auseinandersetzt:

- Was ist der „wahre“ Wert der Anlagen und wie kann die Anlageleistung beurteilt werden?
- Wie funktioniert das Gebührenmodell und welche Anreize werden damit gesetzt?
- Wie kann der Vermögensverwalter über die Laufzeit des Produkts überwacht werden?

### **Schwierigkeiten bei der Bewertung**

Bei börsennotierten Instrumenten erfolgt die Bewertung der Wertschriften durch den Markt (mark-to-market). So ist der Marktpreis einer Aktie oder eines ETFs laufend im Depot des Investors beobachtbar. Für illiquide Anlagen kann naturgemäß kein Marktpreis beobachtet werden und die Ermittlung des Wertes muss anhand von Bewertungsmodellen (mark-to-model) erfolgen. Dabei bestehen ein gewisser Ermessensspielraum und zum Teil wesentliche Unsicherheitsfaktoren.

Die hohe Unsicherheit über den aktuellen Wert des Investments ist bei vielen illiquiden Anlagen demnach unumgänglich. Eine abschließende Beurteilung des Wertes der Anlagen in einem Fonds und damit auch die Beurteilung der Anlageleistung eines Vermögensverwalters ist deshalb erst nach der Liquidation aller Vermögenswerte, also im Extremfall erst nach 30 Jahren, abschließend möglich.

### **Komplexe Gebührenmodelle**

Im Gegensatz zu klassischen Vermögensverwaltungsmandaten mit üblicherweise einfachen und transparenten Gebührenmodellen, ist bei illiquiden Anlagen die Abrechnung der Vermögensverwaltungsgebühren meist sehr komplex. Anhand des Gebührenmodells wird versucht, die Anreize für den Vermögensverwalter der illiquiden Anlagen so zu setzen, dass dieser möglichst im Interesse des Investors handelt.

Das Gebührenmodell besteht üblicherweise aus einer fixen Gebühr auf der Kapitalzusage (d.h. nicht auf dem investierten Vermögen) und einer prozentualen Beteiligung an einer allfälligen Outperformance. Zusätzlich werden weitere Elemente in die Gebührenmodelle eingebaut, zum Beispiel die sogenannte „Hochwassermarke“ (high-water mark)). Vor einer Investition ist es für den Investor unerlässlich, zunächst das Gebührenmodell zu verstehen und die resultierenden Gebühren in verschiedenen Szenarien durchzurechnen.

### **Überwachung der Anlagen**

Das Fehlen von Marktinformationen, zeitlich verzögerte Bewertungen und im Zeitablauf unterschiedlich hohe Investitionsvolumen sind eine Herausforderung bei der Überwachung. Objektive Informationen über die zugrundeliegenden Investments sind zudem meist nicht verfügbar. Neben der üblichen, meist quartalsweisen Überwachung der Vermögensanlagen, empfiehlt sich eine periodische Detailanalyse der illiquiden Anlagen.

Erfahrungsgemäss wird die Verwendung einer einzelnen Kennzahl, beispielsweise dem Net IRR, der Komplexität von illiquiden Anlagen nicht gerecht. Daher sollten neben der Berechnung von traditionellen Kennzahlen, zum Beispiel der Internal Rate of Return (IRR), auch moderne Performancemaße wie beispielsweise das „public market equivalent“, welches die Aktienmarktentwicklung mitberücksichtigt, ermittelt werden. Die effektiv verbuchten Geldflüsse

dienen dabei als neutrale Berechnungsbasis, die nicht durch Gebühren oder Fremdwährungseffekte verzerrt wird. Schließlich sind Interpretation und Diskussion der Kennzahlen sowie der resultierenden Schlussfolgerungen zentral. Damit wird eine wichtige Grundlage für die langfristige Steuerung von illiquiden Anlagen geschaffen.

### **Fazit**

Eine Investition in illiquide Anlagen kann zur Folge haben, dass ein Investor über Jahrzehnte in einem Produkt gebunden ist. Im Rahmen der strategischen Asset-Allokation muss deshalb geprüft werden, ob die zusätzliche Illiquidität mit dem Anlagehorizont, den Anlagezielen und Restriktionen des Investors vereinbar ist. Die langfristige Bindung im gewählten Produkt setzt voraus, dass der Investor intern oder extern über das notwendige Know-how für die Beurteilung von solchen Produkten verfügt. Eine kritische Auseinandersetzung mit den spezifischen Eigenschaften von illiquiden Anlagen ist dabei unabdingbar.

### ***Über die Autoren:***

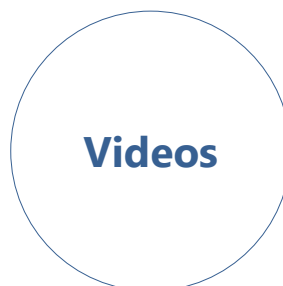
*Andreas Reichlin ist Partner, Romano Gruber Senior Investment Consultant beim Schweizer Beratungsunternehmen PPC Metrics.*

Dieser Artikel erschien am **18.01.2019** unter folgendem Link:  
<https://www.private-banking-magazin.de/erfahrungen-aus-der-praxis-wie-sich-illiquide-anlagen-ins-portfolio-einbetten-lassen/>

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**

