



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



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



## **PPCmetrics Jahrestagung «Schöne neue Zinswelt?»**

# **Der Einfluss des Zinsniveaus auf die Bewertung von Privatmarktanlagen**

**PPCmetrics AG**

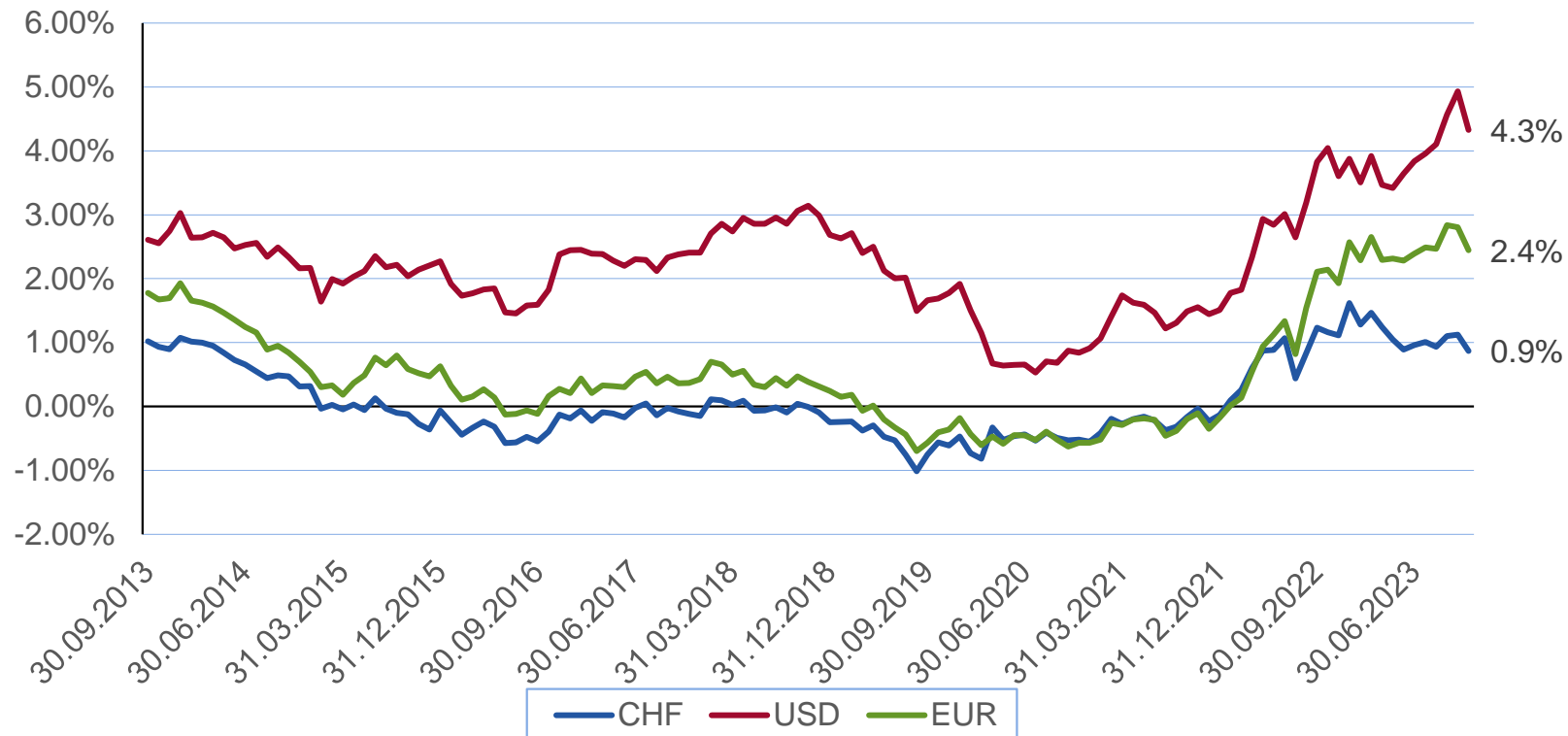
Romano Gruber, CFA, Managing Consultant

Zürich, 15. Dezember 2023

# Einleitung

# Zinsentwicklung der letzten zehn Jahre

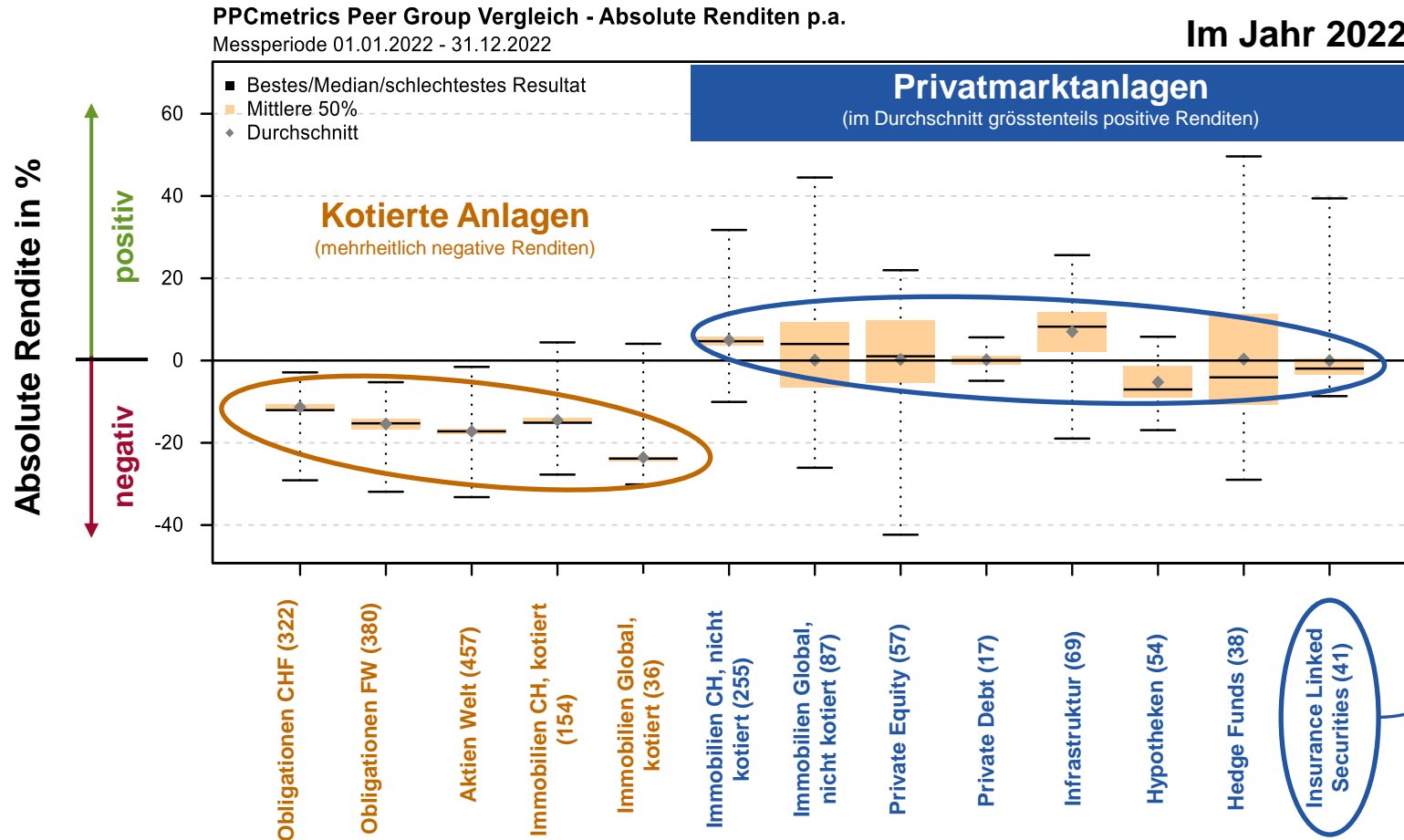
Rendite auf Verfall 10-jährige Staatsanleihen



## ► Welchen Effekt hatte der Zinsanstieg auf Privatmarktanlagen?

Quelle: SNB, FED, EZB

# Das Anlagejahr 2022 im Rückblick



▶ **Privatmarktanlagen haben 2022 trotz Zinsanstieg, Inflation und geopolitischer Unsicherheiten mehrheitlich positive Renditen erzielt.**

Lesebeispiel:  
Anlagekategorie (Anzahl Mandate)

	Erklärungsversuche	Einschätzung
1	Wird bei Privatmarktanlagen in <b>bessere und resilientere Firmen, Infrastrukturprojekte und Immobilien investiert?</b>	?
2	Besteht bei Privatmarktanlagen eine <b>höhere Diskretion/Subjektivität bezüglich der Bewertung?</b>	?
3	Erklären <b>Verzögerungen bei der Bewertung</b> von Privatmarktanlagen die Performanceunterschiede?	?

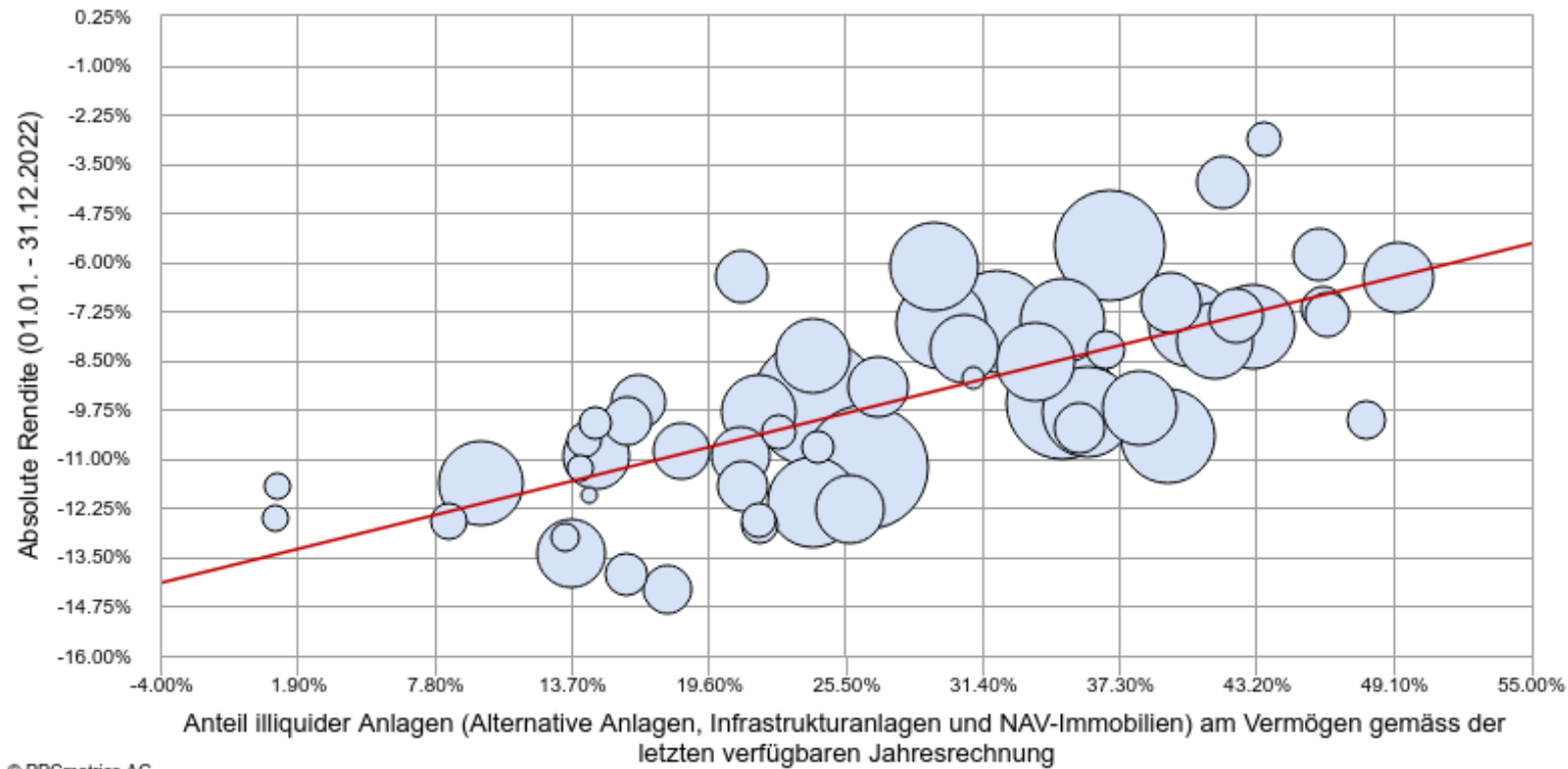
## 1. Investition in bessere und resilientere Firmen?

# Anteil illiquide Anlagen und Performance – Jahr 2022

## Peer Group – Institutionelle Investoren

Peer Group: Institutionelle Investoren (56)

Messperiode: 01.01.2022 – 31.12.2022



- ▶ Investoren mit einem höheren Anteil Privatmarktanlagen wiesen im Jahr 2022 eine höhere Rendite aus.

© PPCmetrics AG

Quelle: PPCmetrics

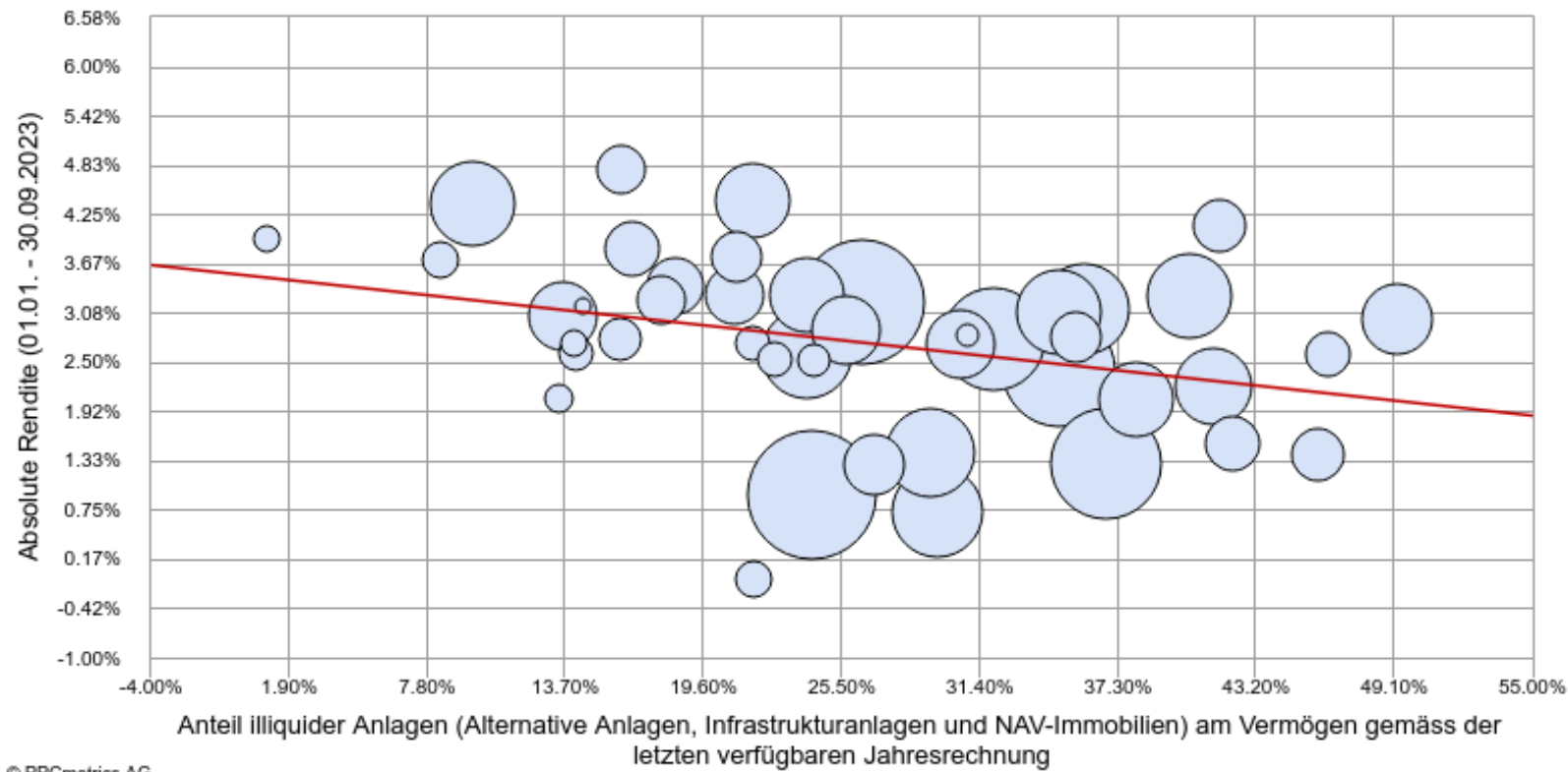


# Anteil illiquide Anlagen und Performance – Jahr 2023 (YTD)

## Peer Group – Institutionelle Investoren

Peer Group: Institutionelle Investoren (44)

Messperiode: 01.01.2023 – 30.09.2023



► Investoren mit einem höheren Anteil Privatmarktanlagen wiesen seit Anfang 2023 eine tiefere Rendite aus.

© PPCmetrics AG

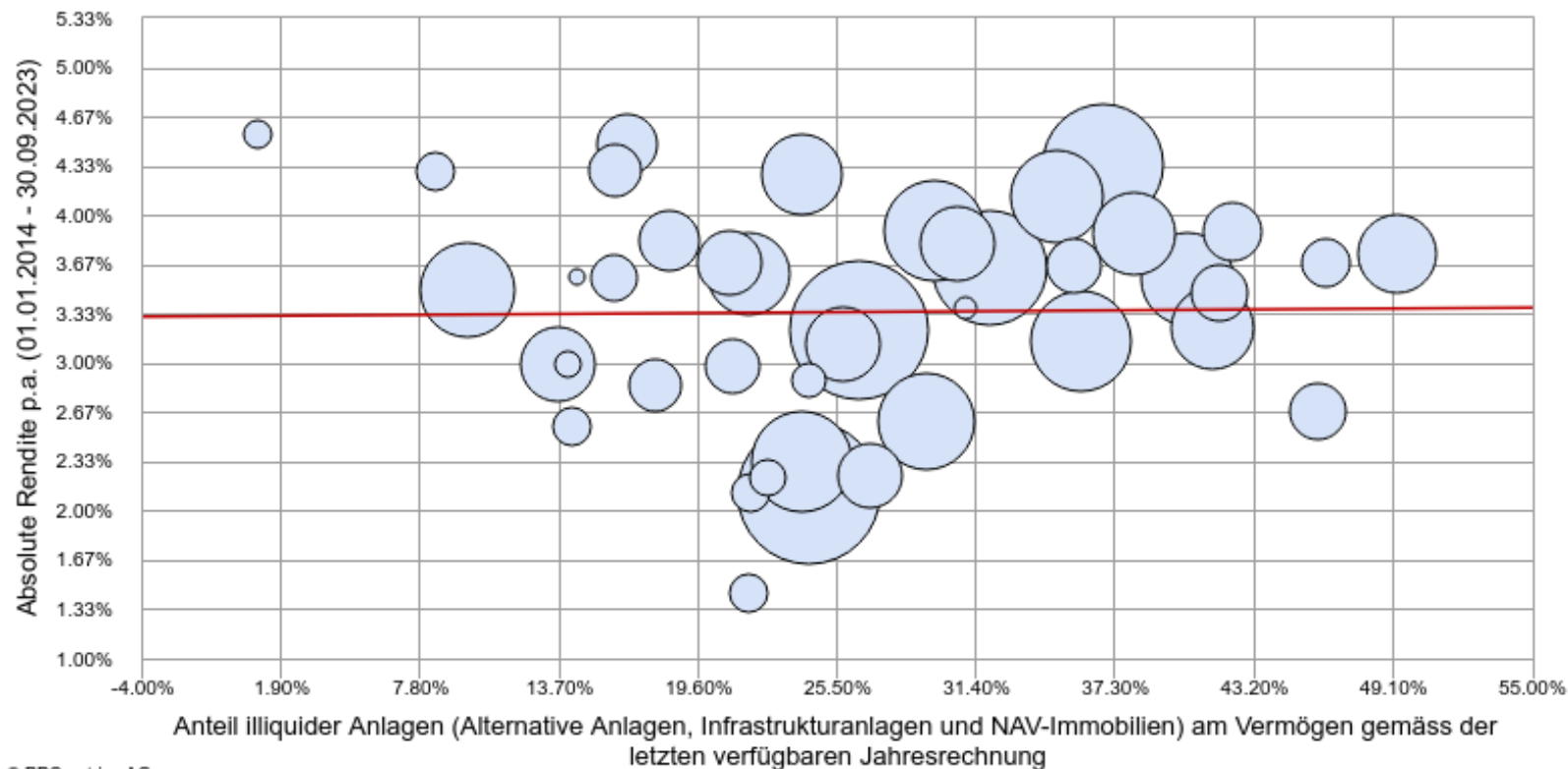
Quelle: PPCmetrics

# Anteil illiquide Anlagen und Performance – langfristig

## Peer Group – Institutionelle Investoren

Peer Group: Institutionelle Investoren (42)

Messperiode: 01.01.2014 – 30.09.2023



► Im langfristigen Vergleich hatte die Allokation zu illiquiden Anlagen nur einen leicht positiven Effekt auf die Performance.

© PPCmetrics AG

Quelle: PPCmetrics

## Zwischenfazit

---

- **Privatmarktanlagen** sind **kein Wundermittel**. Investoren mit einem **tiefen Anteil Privatmarktanlagen** wiesen langfristig eine **ähnliche Performance** aus wie Investoren mit einem **hohen Anteil Privatmarktanlagen**.
- Privatmarktanlagen können aber einen **diversifizierenden Effekt auf das Gesamtportfolio** haben und so die **Volatilität der Renditen reduzieren**.

## 2. Mehr Subjektivität bei der Bewertung?

# Bewertung von Privatmarktanlagen anhand der DCF-Methode

- Privatmarktanlagen können bewertet werden, indem **künftige Cashflows auf den heutigen Zeitpunkt diskontiert** werden.

$$\text{Barwert} = \frac{\text{Cashflow}_1}{(1+\text{Diskontsatz})^1} + \frac{\text{Cashflow}_2}{(1+\text{Diskontsatz})^2} + \dots + \frac{\text{Cashflow}_n}{(1+\text{Diskontsatz})^n}$$

- Die beiden **Inputfaktoren wirken** sich dabei folgendermassen **auf die Bewertung aus**:

Cashflow  → Barwert 

Diskontsatz  → Barwert 

# Komponenten der DCF-Bewertung pro Anlagekategorie

	Immobilien	Infrastruktur	Private Equity	Private Debt
Cashflow	Netto-Mieteinnahmen	Netto-Erlöse aus Stromproduktion, Mautgebühren etc.	Gewinne/Dividenden der Unternehmen	Coupon- und Nennwertzahlungen
Diskontsatz	<b>Basiszinssatz</b> + Illiquiditätsprämie + Immobilienprämie + Prämie je nach Lage + Prämie je nach Zustand + ...	<b>Basiszinssatz</b> + Illiquiditätsprämie + Aktienprämie + Prämie je nach Preisrisiko + ...	<b>Basiszinssatz</b> + Illiquiditätsprämie + Aktienprämie + Prämie je nach Sektor + Prämie je nach Land + ...	<b>Basiszinssatz</b> + Illiquiditätsprämie + Kreditprämie + Prämie je nach Sektor + Prämie je nach Land + ...

- ▶ **Der Diskontsatz basiert bei allen Privatmarktanlagen auf dem gleichen Basiszinssatz.**
- ▶ **Ein steigender Basiszinssatz führt somit bei allen Anlagekategorien zu sinkenden Bewertungen.**

Quelle: PPCmetrics Swiss Immo Tool

# Beispiel Immobilien Schweiz

## Einfluss des Diskontsatzes auf die Bewertung

- Was würde im Fall von **steigenden Diskontsätzen** mit der **Bewertung** passieren?

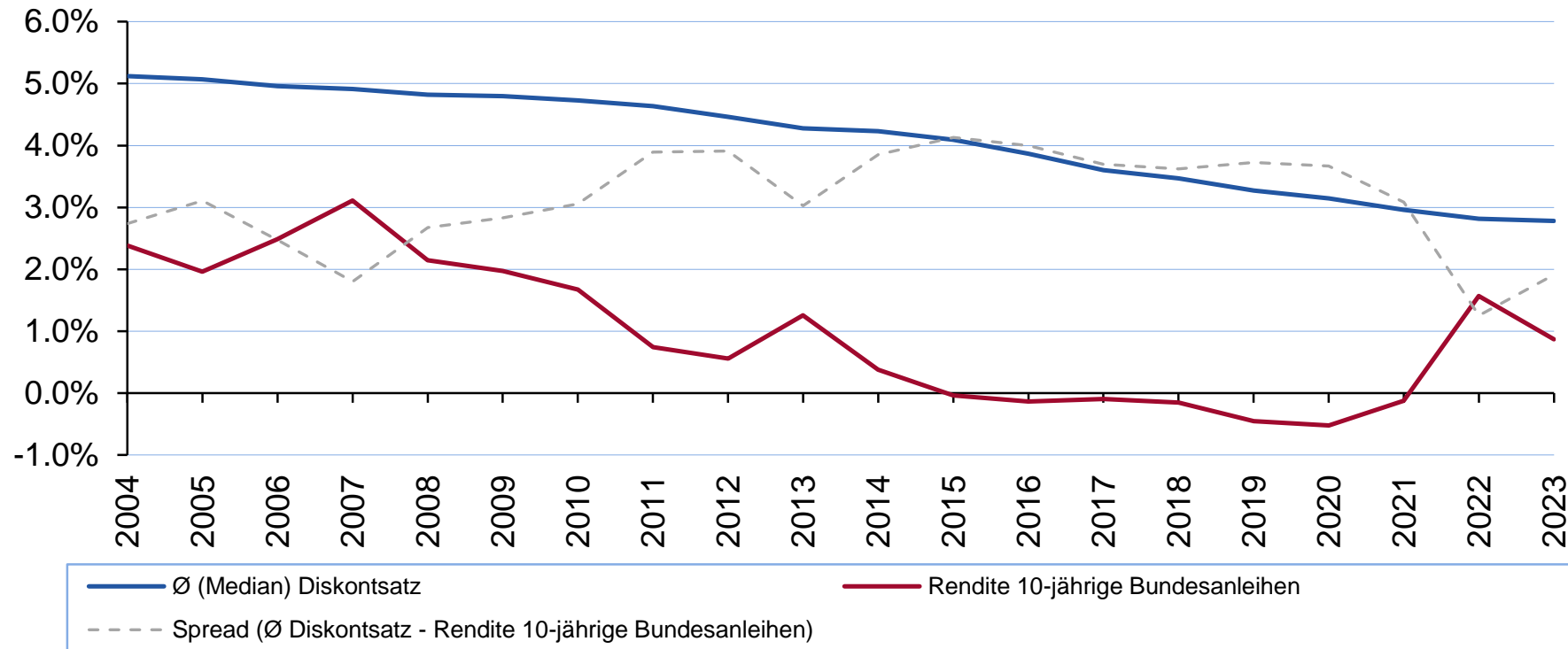
KGAST effektiv	2022		KGAST hypothetisch	2022
Netto-Ertrag (CHF)	1'795 Mio.		Netto-Ertrag (CHF)	1'795 Mio.
Diskontsatz	<b>2.86%</b>	<b>+0.25%-Punkte</b>	Diskontsatz	<b>3.11%</b>
Barwert (CHF)	71'328 Mio.		Barwert (CHF)	<b>65'592 Mio.</b>

- ▶ Bei einer Erhöhung des Diskontsatzes um **+0.25%-Punkte** wäre eine **Bewertungskorrektur von -8%** zu erwarten.
- ▶ Immobilienwerte sind **sehr sensitiv gegenüber Veränderungen beim Diskontsatz.**

# Beispiel Immobilien Schweiz

## Historische Entwicklung der Diskontsätze

### Entwicklung Diskontsätze (seit 2004) - Anlagestiftungen



► **Trotz des Zinsanstiegs der letzten Jahre haben sich die durchschnittlichen Diskontsätze von Immobilien Anlagestiftungen kaum verändert.**

Quelle: PPCmetrics Swiss Immo Tool



## Zwischenfazit

---

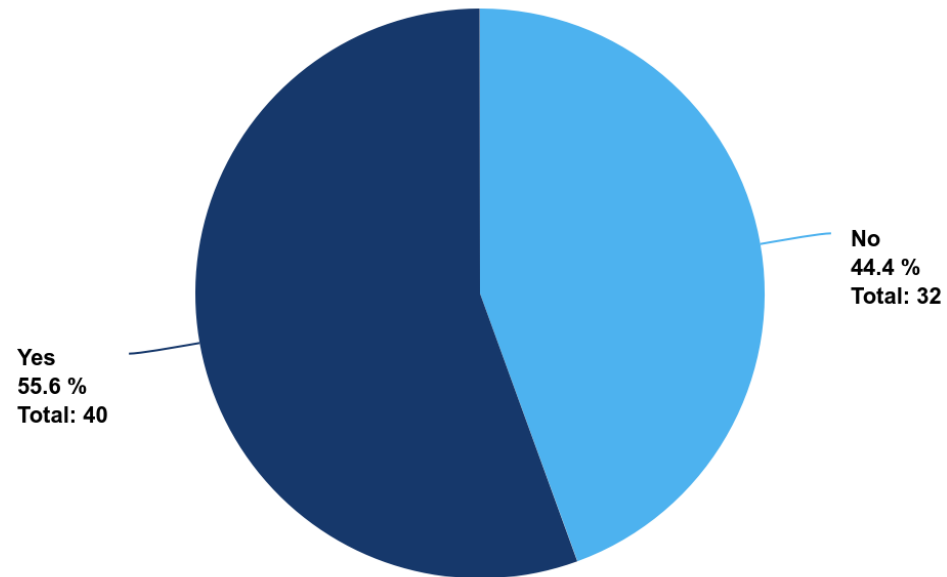
- Theoretisch müssten sich **höhere Zinsen** in einer **tieferen Bewertung** widerspiegeln.
- In der **Praxis** ist dieser Effekt jedoch **nicht immer ersichtlich**.
- So wurden beispielsweise bei Schweizer Immobilien die **Diskontsätze nicht signifikant erhöht**. Dadurch **sinkt die Risikoprämie** auf Schweizer Immobilienanlagen.

### 3. Bewertungsverzögerungen bei Privatmarktanlagen?

# Beispiel Private Equity

## Bewertungsverzögerungen

Bestehen Differenzen zwischen dem Stichtag des Reportings und dem Bewertungszeitpunkt der Investitionen?



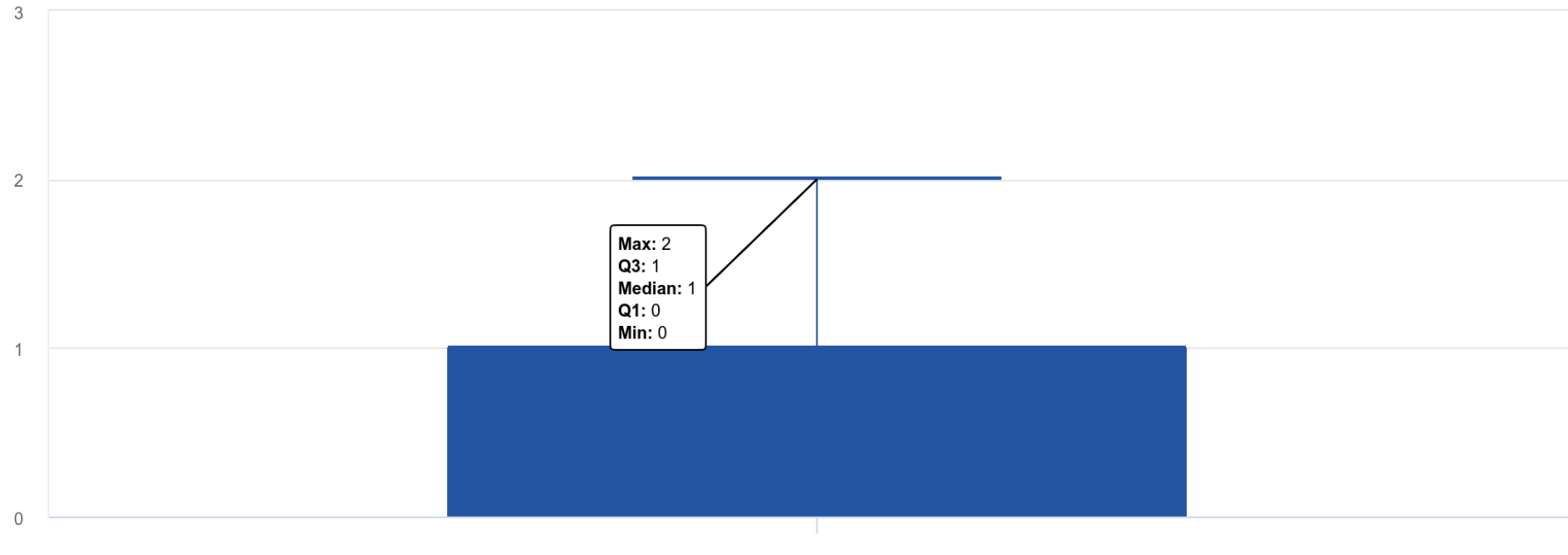
► Bei gut der Hälfte der Private Equity Fonds bestehen Differenzen zwischen Stichtag des Reportings und dem Bewertungszeitpunkt der Investitionen.

Quelle: PPCmetrics Marktscreen

# Beispiel Private Equity

## Bewertungsverzögerung in Quartalen

Um wie viele Quartale ist die Bewertung verzögert?



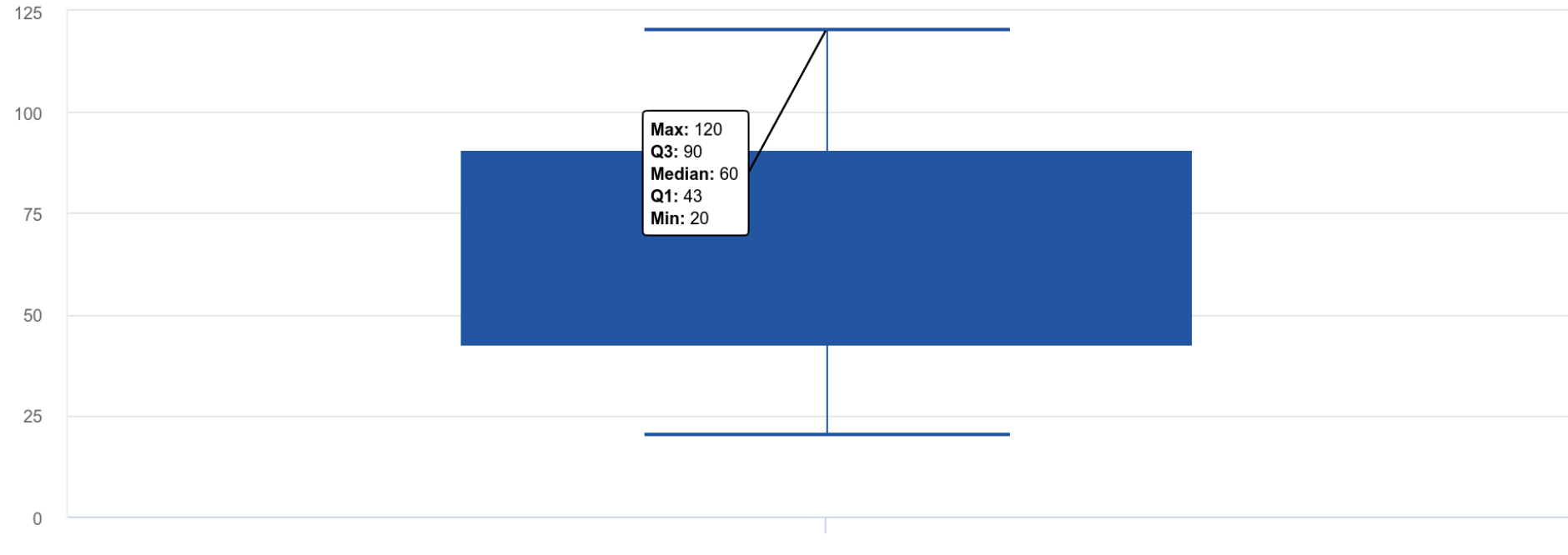
- ▶ Die Bewertungen sind im Schnitt um ein Quartal verzögert. Die maximale Verzögerung beläuft sich auf zwei Quartale.

Quelle: PPCmetrics Marktscreen

# Beispiel Private Equity

## Verzögerung beim Reporting

Wie viele Tage nach Quartalsende liegt das Reporting des Produkts vor?



► **Das Reporting liegt im Durchschnitt 60 Tage nach Quartalsende vor.**

# Beispiel Private Equity

## Zusammenfassung der Bewertungsverzögerung

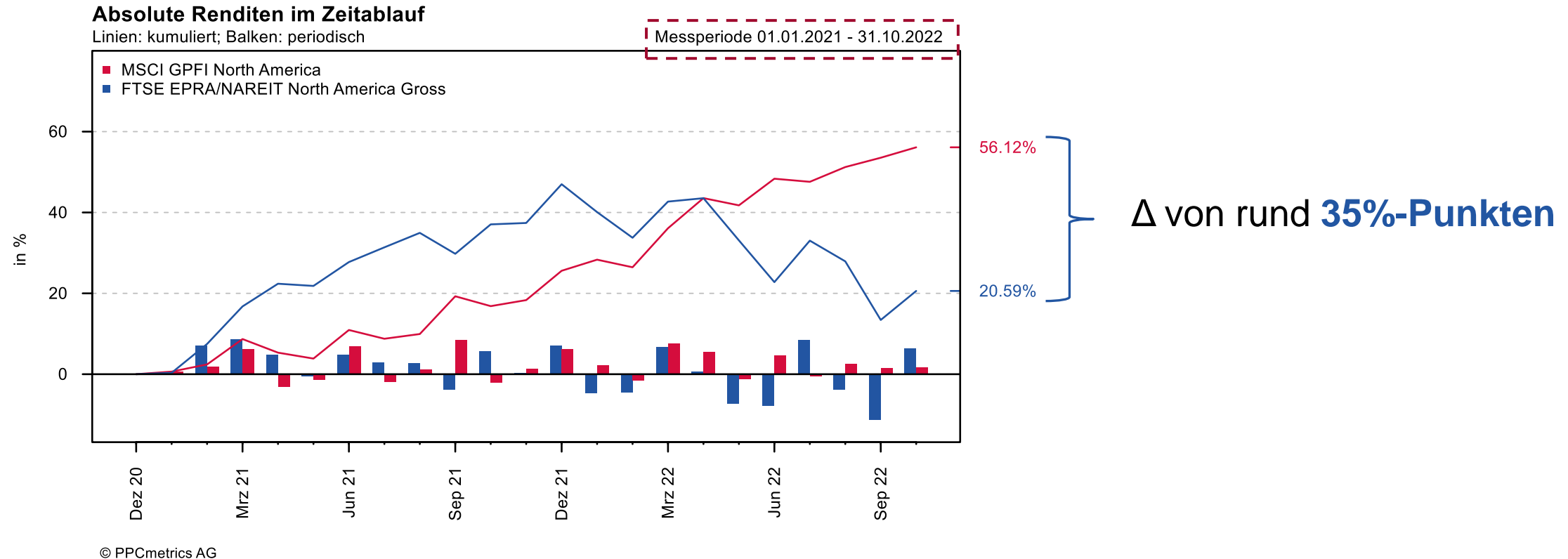
- Bewertung der unterliegenden Investitionen **per 31. Dezember**:

	Minimum	Mittelwert	Maximum
<b>Bewertungs- verzögerung</b>	0 Tage	63 Tage	90 Tage
<b>Verzögerung Reporting</b>	30 Tage	51 Tage	180 Tage
<b>Total</b>	<b>30 Tage</b>	<b>114 Tage</b>	<b>270 Tage</b>
<b>Erhalt Reporting am...</b>	<b>30. Januar</b>	<b>24. April</b>	<b>27. September</b>

- ▶ **Bei Private Equity Investitionen werden die Bewertungen per Ende Jahr im Durchschnitt Ende April veröffentlicht. Somit bestehen signifikante Verzögerungen bei der Bewertung.**

# Beispiel Immobilien USA

## Auswirkungen von Bewertungsverzögerungen (1)



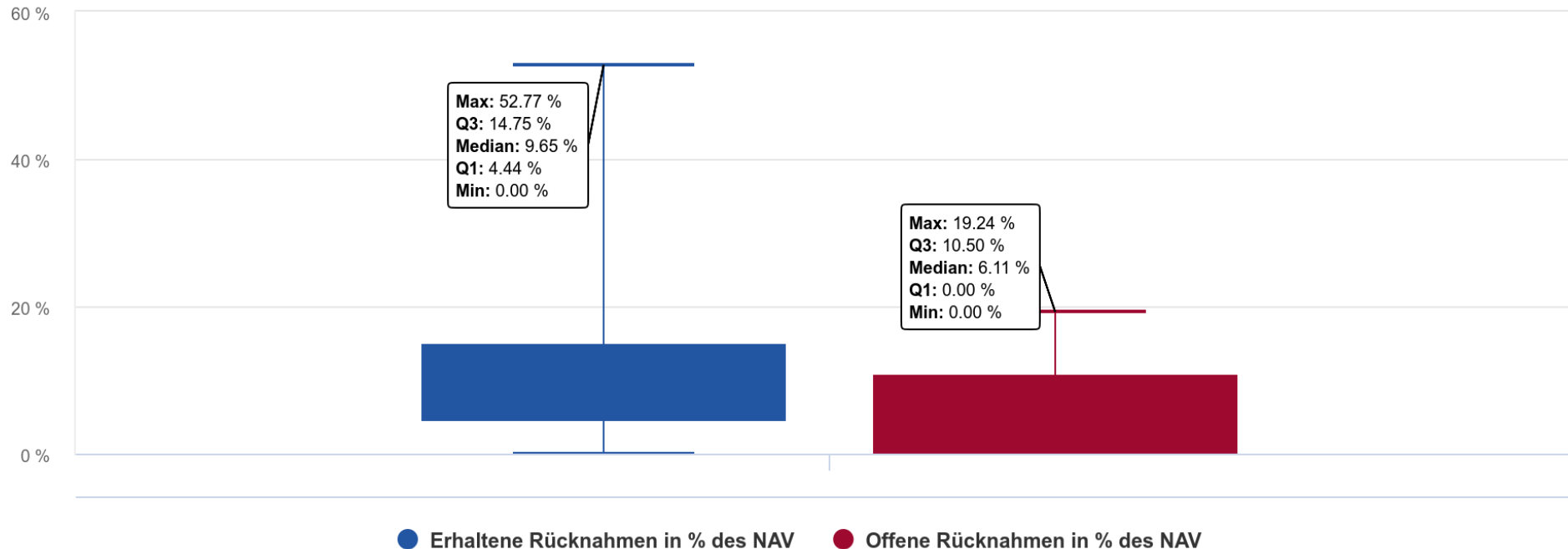
► **Kotierte und nicht kotierte Immobilienanlagen in den USA wiesen beträchtliche Unterschiede bei der Performance auf. Was waren die Auswirkungen?**

Quelle: Bloomberg

# Beispiel Immobilien USA

## Auswirkungen von Bewertungsverzögerungen (2)

### Rücknahmen bei US Immobilienfonds im Jahr 2022



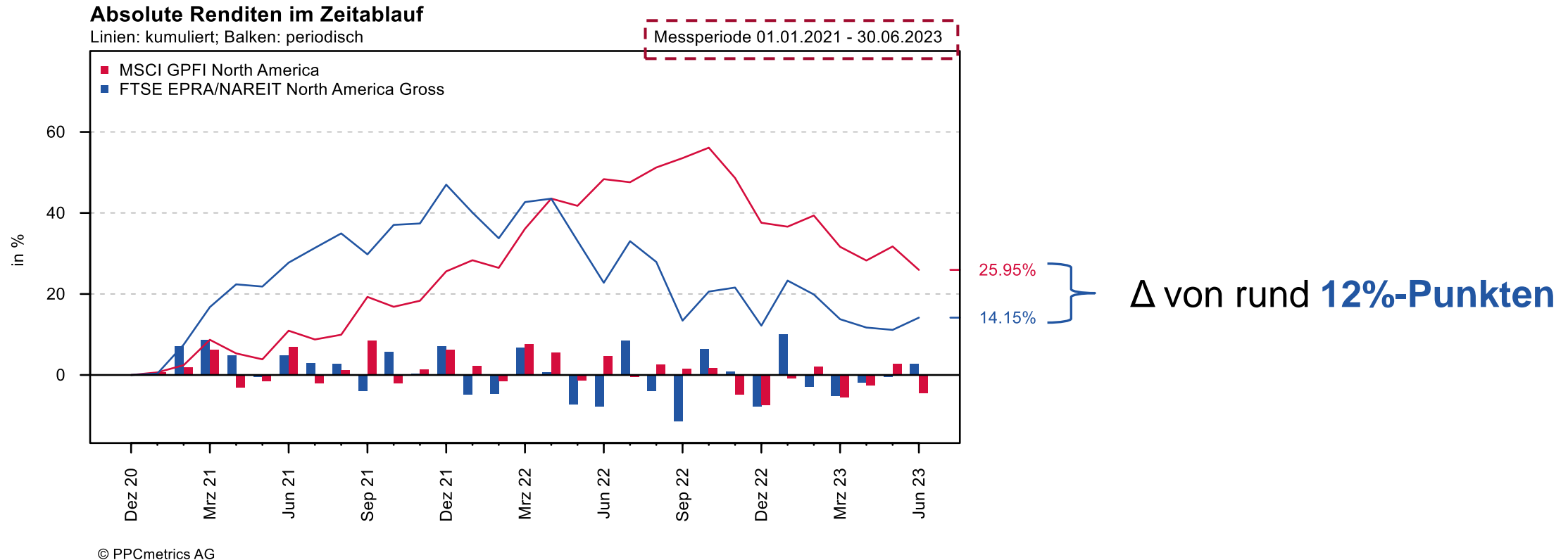
- ▶ Investoren wollten, in Erwartung von Wertkorrekturen, ihr Geld aus nicht kotierten Immobilienfonds abziehen. Bei gewissen Fonds betrug die eingegangenen Rücknahmeanträge 50% des Fondsvolumens.

Quelle: PPCmetrics Marktscreen



# Beispiel Immobilien USA

## Auswirkungen von Bewertungsverzögerungen (3)



► Die Performanceunterschiede zwischen kotierten und nicht kotierten US Immobilien haben sich anschliessend deutlich verringert.

Quelle: Bloomberg

## Zwischenfazit

- Was ist denn so schlimm daran, wenn **Bewertungen verzögert** sind? Dank diesen Eigenschaften haben Privatmarktanlagen...
  - ...eine **tieferen Volatilität**,...
  - ...einen **höheren Diversifikationseffekt**,...
  - ...und eine **stabilisierende Wirkung** in Krisen.
- Aber: Die **Unsicherheit** bezüglich der effektiven finanziellen Lage kann zu...
  - ...**falschen Verzinsungsentscheiden**,...
  - ...einer **Überschätzung der Risikofähigkeit**...
  - ...sowie zu **hohen Mitgaben bei Teilliquidationen** führen.



imgflip.com

Quelle: imgflip.com/

## Fazit

	Erklärungsversuche	Einschätzung	Beurteilung
1	Wird bei Privatmarktanlagen in <b>bessere und resilientere Firmen, Infrastrukturprojekte und Immobilien investiert?</b>	Höhere Rendite: <b>NEIN</b> Diversifikation: <b>JA</b>	Langfristig <b>kein signifikant positiver Effekt auf die Performance</b> , aber <b>Erhöhung der Diversifikation</b>
2	Besteht bei Privatmarktanlagen eine <b>höhere Diskretion/Subjektivität bezüglich der Bewertung?</b>	<b>JA</b>	Aufgrund des <b>Einsatzes von Modellen</b> besteht ein <b>grösserer Spielraum bei der Bewertung</b>
3	Erklären <b>Verzögerungen bei der Bewertung</b> von Privatmarktanlagen die Performanceunterschiede?	<b>JA</b>	Die <b>Bewertung</b> von Privatmarktanlagen erfolgt häufig mit einer <b>signifikanten Zeitverzögerung</b>



Investment & Actuarial Consulting,  
Controlling and Research

**PPCmetrics AG**  
Badenerstrasse 6  
Postfach  
CH-8021 Zürich

Telefon +41 44 204 31 11  
E-Mail [zurich@ppcmetrics.ch](mailto:zurich@ppcmetrics.ch)

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

Telefon +41 22 704 03 11  
E-Mail [nyon@ppcmetrics.ch](mailto:nyon@ppcmetrics.ch)

Website [www.ppcmmetrics.ch](http://www.ppcmmetrics.ch)  
Social Media 

## Über PPCmetrics

Die PPCmetrics AG ist ein führendes Beratungsunternehmen und erbringt unter anderem folgende Dienstleistungen: Investment Controlling, Investment Consulting, Auswahl von Finanzdienstleistern (Asset Manager Selection), öffentliche Ausschreibungen für die Selektion von Finanzdienstleistern (Public Procurement), Asset Liability Management (ALM), Festlegung von Anlagestrategien, Asset Allocation, Portfolioanalysen, Erstellen von Anlagerglementen, Beratung bei nachhaltigen Vermögensanlagen (ESG), juristische Beratung (Legal Consulting, BVG und Finanzmarktrecht, Pension Fund Governance), Actuarial Consulting (aktuarielle und versicherungstechnische Beratung) sowie Tätigkeit als Pensionskassenexperte. Zu den Kunden der PPCmetrics AG im In- und Ausland zählen institutionelle Investoren wie Versicherungsgesellschaften sowie namhafte professionelle Investoren wie Vorsorgeeinrichtungen, Personalvorsorgestiftungen, staatliche Sozialversicherungen und Pensionsfonds und andere öffentlich-rechtliche Körperschaften, grosse Unternehmen, Stiftungen, Vereine (namentlich Non-Profit-Organisationen) oder vermögende Privatpersonen (UHNWI) und deren Fachberater (z.B. Family Offices). Zusätzliche Informationen über die PPCmetrics AG sind unter [www.ppcmmetrics.ch/de/uber-uns](http://www.ppcmmetrics.ch/de/uber-uns) einsehbar.

## Rechtliche Hinweise

Die PPCmetrics AG berät ihre Kunden auf deren Initiative hin und führt ihre Analysen nach den von ihr entwickelten Prozessen durch. Sie trifft keine Anlageentscheide für ihre Kunden und gibt ausdrücklich keine Anlageempfehlungen ab. Es liegt in der Verantwortung und im Ermessen der Kunden als sachkundige Anleger, wie sie aufgrund der Beratung der PPCmetrics AG entscheiden und handeln. Die PPCmetrics AG geht davon aus, dass die Kunden über das nötige Fachwissen und ausreichende Erfahrung im Finanzbereich verfügen, um ihre Anlageentscheide zu treffen und die damit verbundenen Risikoeinschätzungen vorzunehmen. Eine Eignungs- oder Angemessenheitsprüfung nach FIDLEG nimmt die PPCmetrics AG nicht vor. Die PPCmetrics AG geht aufgrund der Vorgaben der Kunden davon aus, dass die Anlagen mit ihren Anlagezielen, namentlich ihrer Risikofähigkeit sowie der strategischen Asset Allocation und dem Zeithorizont der Anlagen vereinbar ist. Die PPCmetrics AG ist nicht in die Entwicklung, Verwaltung oder Empfehlung von Finanzinstrumenten involviert. Sie beteiligt sich nicht am Vertrieb von Finanzinstrumenten, nimmt im Zusammenhang mit der Erbringung ihrer Dienstleistungen keine Entschädigungen von Dritten entgegen und wird ausschliesslich von ihren Kunden gemäss Honorarvereinbarung entschädigt. Die Partner der PPCmetrics AG sind im Beraterregister der BX Swiss AG ([www.reqservices.ch](http://www.reqservices.ch)) als Anlageberater eingetragen. Die PPCmetrics AG ist zudem der Finanzombudsstelle FINOS, Talstrasse 20, 8001 Zürich ([www.finos.ch](http://www.finos.ch)) unterstellt. Im Weiteren ist die PPCmetrics AG von der OAK BV als Experte für die berufliche Vorsorge zugelassen. Weiterführende Informationen und Hinweise finden Sie unter [www.ppcmmetrics.ch/de/uber-uns/regulierung](http://www.ppcmmetrics.ch/de/uber-uns/regulierung).

PPCmetrics AG hält sich an die Bestimmungen des schweizerischen Datenschutzgesetzes und, wo anwendbar, der Datenschutz-Grundverordnung der Europäischen Union. Weiterführende Informationen zum Datenschutz sowie zur Datenbearbeitung durch PPCmetrics AG finden Sie unter [www.ppcmmetrics.ch/de/uber-uns/datenschutz/](http://www.ppcmmetrics.ch/de/uber-uns/datenschutz/).

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

