



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



www.ppcmetrics.ch

Von der Strategie bis zur Kontrolle

Herausforderungen bei illiquiden Vermögensanlagen

Neben den klassischen Immobilienanlagen investieren Pensionskassen zunehmend in andere illiquide Anlagekategorien. Diese Anlagen stellen eine besondere Herausforderung für die Festlegung der Anlagestrategie, deren Umsetzung sowie die laufende Überwachung dar.

IN KÜRZE

Illiquide Anlagen stellen spezielle Anforderungen an den Investor. Unter anderem ist die Bewertung komplexer als bei gängigen Anlagen. Bei Marktkrisen drohen im Fall eines Verkaufs happige Abschläge.

Von illiquiden Anlagen wird langfristig eine Mehrrendite erwartet. Diese Zusatzrendite gegenüber liquiden Anlagen soll den Anleger für das Tragen des Illiquiditätsrisikos entschädigen.

Das Spektrum an Investitionsmöglichkeiten in illiquide Anlagen ist enorm und laufend werden neue Anlageprodukte entwickelt. Dabei wird oft das Argument vorgebracht, dass insbesondere Vorsorgeeinrichtungen mit ihrem langen Anlagehorizont das Illiquiditätsrisiko problemlos tragen könnten. Vor einer Investition sollten dennoch immer die folgenden Eigenschaften von illiquiden Anlagen analysiert und diskutiert werden:

- Illiquiditätsprämie/Anlagestrategie,
- Umsetzungsform,
- Bewertung,
- Marktkrisen,
- Gebühren,
- Überwachung.

Illiquiditätsprämie und Anlagestrategie

Die Illiquiditätsprämie wurde in wissenschaftlichen Beiträgen analysiert und auch nachgewiesen.¹ Der Nachweis der Illiquiditätsprämie ist oft auch im Nachhinein äusserst schwierig, da gerade aufgrund der Illiquidität wichtige Marktinformationen fehlen.

Das Schätzen der Illiquiditätsprämie für die Zukunft beinhaltet zusätzliche Herausforderungen. Erstens hängt die Höhe der Prämie von Angebot und Nachfrage nach illiquiden Anlagen ab. Je mehr Anleger in illiquide Anlagen investieren, desto tiefer ist die erwartete Illiquiditätsprämie. Dadurch ergeben sich

im Zeitablauf Zyklen. Zweitens sind illiquide Anlagen auf einen langen Anlagehorizont ausgerichtet und durchlaufen damit verschiedene dieser Zyklen. Dem Zeitpunkt von Investition und Desinvestition kommt demnach eine besondere Bedeutung zu. Drittens gilt es die Vermögensverwaltungskosten einzubeziehen, die bei illiquiden Anlagen meist deutlich höher sind.

Illiquide Anlagen müssen einerseits vor dem Hintergrund der Verpflichtungen einer Vorsorgeeinrichtung, andererseits unter Einbezug der übrigen Vermögensanlagen betrachtet werden. Neben der Strategie-Optimierung gilt es zu berücksichtigen, dass Investitionen in illiquide Anlagen die künftige strategische Flexibilität reduzieren: Je höher der Anteil an illiquiden Anlagen, desto schwieriger wird es, die Allokation anzupassen. Erfahrungsgemäss werden strategische Anpassungen nach dem Auftreten von unerwarteten Ereignissen wie Teilliquidationen, Markteinbrüchen oder veränderten Risikopräferenzen des Arbeitgebers diskutiert.

Umsetzungsform

Mit Ausnahme von Immobilien (hier sind Direktanlagen weit verbreitet) erfolgt die Investition in illiquide Anlagen fast immer über kollektive Anlagevehikel. Wegen des langen Anlagehorizonts der zugrundeliegenden Investitionen werden diese meist als Closed-end Funds strukturiert. Typischerweise werden in den ersten Jahren die Kapitalzusagen der Anleger abgerufen und investiert. Nach ein paar Jahren erfolgen in der Regel die ersten Rückzahlungen, bis schliesslich

Dominique Ammann
Dr. rer. pol., Partner,
PPCmetrics



Lukas Riesen
CFA, Partner,
PPCmetrics



¹ Siehe dazu Artikel Emele, Seite 54.

zum Ende der Laufzeit sämtliche Investitionen liquidiert werden.

Diese Umsetzungsform stellt hohe Anforderungen an das Investitionskonzept. Nur mit einer umfassenden Planung und mehreren, sich zeitlich überlappenden Investitionen in verschiedene Anlagevehikel lassen sich ungewollte Unter- oder Übergewichte vermeiden.

Neben den klassischen Closed-end Funds existieren ebenfalls Open-end Funds. Diese Vehikel sind auf unbegrenzte Laufzeit ausgelegt und die Investitionsplanung erfolgt innerhalb des Fonds. Bei Zeichnung eines solchen Anlagegefässes erfolgt ein Einkauf in die bestehenden Investments und bei Rückgabe werden diese anderen Investoren überlassen. Der Zeithorizont der zugrundeliegenden Investments und des (möglichen) Verbleibs des Anlegers im Fonds sind demnach nicht deckungsgleich. Die Festlegung eines fairen Marktpreises ist aufgrund dieser Transaktionen zentral. Wollen zudem mehrere Anleger gleichzeitig Fondsanteile zurückgeben, besteht die Gefahr, dass die zugrundeliegenden Investments liquidiert werden müssen. Aus Gründen der Gleichbehandlung der Investoren wird der Fonds in diesen Fällen geschlossen, sodass eine geordnete Liquidation der Investments vorgenommen werden kann.

Bewertung

Bei börsenkotierten Instrumenten übernimmt der Markt die Bewertung der Vermögensanlagen (Mark-to-market). Für illiquide Anlagen kann naturgemäß kein Marktpreis beobachtet werden und die Ermittlung des Werts muss anhand von Bewertungsmodellen (Mark-to-model) erfolgen. Dabei bestehen Ermessensspielräume und zum Teil wesentliche Unsicherheitsfaktoren. Exemplarisch zeigt sich dies bei der Bewertung von Anlagen im Bereich Venture Capital, also bei Unternehmen, die oft erst in der Phase der Produktentwicklung sind. Erschwerend kommt hinzu, dass die Bewertungen der Anlagevehikel nur mit einer Zeitverzögerung von in der Regel einem Quartal zur Verfügung stehen.

Die hohe Unsicherheit über den aktuellen Wert des Investments ist bei vielen illiquiden Anlagen demnach unumgäng-

lich. Durch die Bewertung nach Mark-to-model ergeben sich zudem spezifische statistische Eigenschaften. Bei der Analyse dieser Anlagekategorien und der Festlegung der Anlagestrategie müssen die statistischen Daten von illiquiden Anlagen zunächst analysiert und allenfalls adjustiert werden.

Marktkrisen

Während Marktkrisen kann sich die Marktliquidität rasch verändern. Anlagen, die in einer normalen Marktsituation liquide sind, können in Stressphasen zu illiquiden Anlagen werden. Erfahrungsgemäss flüchten die Anleger während Krisenphasen in liquide und sichere Anlagen.

Ein rascher Verkauf von illiquiden Anlagen ist generell nur mit Abschlägen möglich. Bei normalen Marktverhältnissen liegen die Abschläge gegenüber dem Inventarwert (Mark-to-model) meist im Bereich von 5 bis 20 Prozent. Während der Finanzkrise erhöhten sich diese Abschläge teilweise auf deutlich über 50 Prozent.

Gebühren

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 Verwalter der illiquiden Anlagen so zu setzen, dass diese möglichst der Zielsetzung des Investors entsprechen. Die zwei wichtigsten Elemente dieser Gebührenmodelle sind die Performance Fee und die Abrechnung der Gebühren auf Basis der erfolgten Kapitalzusage (nicht auf dem investierten Vermögen). Zusätzlich werden weitere Elemente in die Gebührenmodelle eingebaut, die an dieser Stelle aufgrund der Komplexität nicht weiter beschrieben werden. Erschwerend kommt hinzu, dass bei kollektiven Anlagevehikeln auf mehreren Ebenen (Fund of Funds) Gebühren anhand unterschiedlicher Modelle abgerechnet werden.

Vor einer Investition ist es für den Investor unerlässlich, zunächst das Gebührenmodell zu verstehen und die resultie-

renden Gebühren in verschiedenen Szenarien durchzurechnen.

Überwachung

Das Fehlen von Marktinformationen, zeitlich verzögerte Bewertungen und im Zeitablauf unterschiedlich hohe Investitionsvolumen sind eine Herausforderung bei der Überwachung. Neutrale Informationen über die zugrundeliegenden Investments sind zudem meist nicht verfügbar. Dadurch ist die Informationsasymmetrie zwischen Investor und Vermögensverwalter bei illiquiden Anlagen besonders ausgeprägt.

Die Überwachung der Vermögensanlagen gehört zur treuhänderischen Pflicht des obersten Organs. Illiquide Anlagen erfordern aufgrund ihrer Komplexität und fehlender direkter Vergleichsmöglichkeiten zusätzliche Aufmerksamkeit. Neben der üblichen, meist quartalsweisen Überwachung der Vermögensanlagen empfiehlt sich periodisch eine Detailanalyse der illiquiden Anlagen. Erfahrungsgemäss wird die Verwendung einer einzelnen Kennzahl der Komplexität von illiquiden Anlagen nicht gerecht. Daher sollten neben der Berechnung von modernen Performancemassen wie dem Public Market Equivalent auch traditionelle Kennzahlen ermittelt werden.

Die Interpretation und Diskussion der Kennzahlen sowie der resultierenden Schlussfolgerungen sind zentral. Damit wird eine wichtige Grundlage für die langfristige Steuerung von illiquiden Anlagen geschaffen. Die Steuerung erfolgt üblicherweise im Zeitablauf über weitere Kapitalzusagen, die Mandatierung von neuen Vermögensverwaltern oder Sekundärmarkt-Transaktionen.

Sorgfältig entscheiden, Kontrolle sicherstellen

Neben den generellen Eigenschaften der Anlagenkategorie müssen in den Entscheidungsgremien einer Pensionskasse vor einer Investition die spezifischen Auswirkungen der Illiquidität analysiert und diskutiert werden.

Nach erfolgter Investition muss die Überwachung der Vermögensanlagen so organisiert werden, dass eine langfristige Steuerung der illiquiden Anlagen möglich wird. |

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**

