



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



www.ppcmetrics.ch

Spiel mit dem Feuer?

ILLIQUIDITÄTSPRÄMIE Eine illiquide Anlage kann bedeuten, dass der Investor über Jahrzehnte gebunden ist.

Andreas Reichlin und Romano Gruber

Der Begriff Illiquidität wird bei Anlagen häufig so definiert, dass sie nicht unmittelbar gehandelt werden können oder aber dass der Kauf oder der 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.

Die Illiquiditätsprämie kann erwirtschaftet werden, indem in illiquide Anlagekategorien wie Private Equity, Infrastruktur oder nicht kotierte Immobilienanlagen investiert wird. Das Spektrum an Investitionsmöglichkeiten ist enorm, und es werden laufend neue Produkte entwickelt. Welche Risiken bestehen bei einer Investition in illiquide Anlagen, und gibt es neben dem offensichtlichen Risiko der fehlenden Liquidität weitere Risiken, die beachtet werden müssen?

DREI KERNFRAGEN

Investoren verwalten ihr Portfolio meist nicht selbst, sondern delegieren die Vermögensverwaltung an Spezialisten. Dadurch 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 Investments. Ohne Vorkehrungen hat der Auftraggeber keine Chance zu beurteilen, wie sich der Auftragnehmer verhält und ob er im Interesse des Auftraggebers handelt. In der Fachliteratur spricht man in diesem Fall von der Principal-Agent-Problematik und von Moral Hazard.

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

- Stimmt der Anlagehorizont des Investments mit dem Anlagehorizont des Investors überein?
- Was ist der «wahre» Wert der Anlagen, und wie kann die historisch erzielte Rendite beurteilt werden?
- Wie funktioniert das Gebührenmodell (vgl. übernächste Spalte), und welche Anreize werden damit gesetzt?

Die Investition in illiquide Anlagen wird fast immer über kollektive Vehikel eingegangen. Diese Fonds sind häufig als Closed-End Funds strukturiert, die eine im Voraus fixierte Laufzeit haben. Sie kann von knapp zehn Jahren (zum Beispiel bei Private Debt) bis zu dreissig Jahren bei Investitionen in Infrastruktur reichen, wobei ein vorzeitiger Ausstieg nicht oder nur unter grossen Preisabschlägen möglich ist. Ein langfristiger Anlagehorizont ist somit unabdingbar. Zudem schränken solche Investitionen die Flexibilität des Anlegers in Bezug auf seine Strategie ein, beispielsweise in Bezug auf die taktische Positionierung. Vor dem Engagement muss somit bestimmt werden, welcher Anteil an illiquiden Anlagen strategisch verkraftet werden kann.

Bei kotierten Instrumenten werden die Wertschriften durch den Markt bewertet (Mark to Market). Für illiquide Anlagen lässt sich naturgemäss kein Marktpreis beobachten, und der Wert muss an-

hand von Bewertungsmodellen ermittelt werden (Mark to Model). Dabei gibt es einen gewissen Ermessensspielraum, und es bestehen zum Teil wesentliche Unsicherheitsfaktoren.

Die ausgeprägte Unsicherheit über den aktuellen Wert des Investments ist bei vielen illiquiden Anlagen demnach unumgänglich. Eine abschliessende Beurteilung des Werts der Anlagen in einem Fonds und damit auch die Beurteilung der Leistung des Vermögensverwalters sind deshalb erst nach der Liquidation aller Vermögenswerte, also im Extremfall erst nach dreissig Jahren, möglich.

Anders als bei einem klassischen Vermögensverwaltungsmandat mit einem üblicherweise einfachen und transparenten Gebührenmodell gestaltet sich die Abrechnung der Vermögensverwaltungsgebühren bei illiquiden Anlagen meistens sehr komplex. Anhand des Gebührenmodells wird versucht, die Anreize für den Verwalter der illiquiden Anlagen so zu setzen, dass er möglichst im Interesse des Investors handelt.

DAS GEBÜHRENMODELL

Das Gebührenmodell besteht üblicherweise aus einer fixen Gebühr auf der Kapitalzusage (das heisst nicht auf dem investierten Vermögen) und einer prozentualen Beteiligung an einer allfälligen Outperformance. Zusätzlich werden weitere Elemente in die Gebührenmodelle eingebaut (beispielsweise High Water Mark, Catch-up etc.), die an dieser Stelle aufgrund der Komplexität aber nicht weiter beschrieben werden. Vor dem Engagement ist es für den Investor unerlässlich, zunächst das Gebührenmodell zu verstehen und die resultierenden Gebühren in verschiedenen Szenarien durchzurechnen.

Ein Engagement in illiquide Anlagen kann zur Folge haben, dass der Investor über Jahrzehnte in einem Produkt gebunden ist. Diese langfristige Bindung setzt voraus, dass er intern oder extern über das Know-how für die Beurteilung von solchen Produkten verfügt. Eine kritische Auseinandersetzung mit den spezifischen Eigenschaften von illiquiden Anlagen ist dabei unabdingbar.

Andreas Reichlin, Partner,
Romano Gruber, Investment
Consultant, PPCmetrics

Unterscheidungsmerkmale

Liquide Mittel	Illiquide Mittel
Tägliche, objektive Marktbewertung	Im besten Fall quartalsweise Modellbewertung
Meistens in zentralisierten Märkten gehandelt	Ausserbörslich (OTC) gehandelt
Einfach zu liquidieren	Schwierig zu liquidieren
Tiefe Transaktionskosten	Mittlere bis hohe Transaktionskosten
Leicht zugänglich und einfach zu handeln	Zugang ist eingeschränkt und Handel erschwert
Kurz- bis langfristiger Anlagehorizont	Langfristiger Anlagehorizont
Geringe Komplexität, hohe Standardisierung	Hohe Komplexität, geringe Standardisierung
Standardisierte und transparente Verträge	Komplexe, wenig standardisierte Verträge

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

