



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



www.ppcmetrics.ch

Glättungseffekte und Verzögerung als Tücken

Erfolgsmessung bei illiquiden Anlagen

Während für kotierte Anlagen Marktindizes als Benchmarks zur Verfügung stehen, fehlt diese Messgrösse für illiquide Anlagen. Eine Messung des Anlageerfolgs ist anspruchsvoll und für eine fundierte Beurteilung der Performance nach Kosten sind verschiedene Kennzahlen zu analysieren.

Durch Investitionen in illiquide Anlagen wie Private Equity, Infrastruktur oder Immobilien erhoffen sich Investoren eine Mehrrendite, insbesondere gegenüber den kotierten Pendanten (z. B. Aktienanlagen oder kotierte Infrastrukturanlagen).

Diese Mehrrendite kann aufgrund des zusätzlichen Risikos durch die Illiquidität erwartet werden (Beta). Da illiquide Märkte häufig als weniger effizient klassifiziert werden, erhoffen sich Investoren zudem eine Outperformance durch eine überdurchschnittliche Leistung des Vermögensverwalters (Alpha).

Die Hoffnung auf eine Mehrrendite ist häufig eines der Hauptmotive für Investitionen in illiquide Anlagen. Deshalb müssen Investoren in der Lage sein, den Erfolg einer Investition zu messen und zu beurteilen. Dies ist jedoch aufgrund der spezifischen Eigenschaften von illiquiden Anlagen nicht trivial.

Im Folgenden werden die Herausforderungen bei der Erfolgsmessung von Investitionen in illiquide Anlagen sowie mögliche Lösungsansätze diskutiert.

Verständnis für die angewandten Bewertungsmethoden

Illiquide Anlagen sind nicht börsenkotiert und werden entsprechend nicht oft gehandelt. Somit erfolgt die Bewertung nicht durch den Markt (Mark to Market), sondern durch Modelle (Mark to Model). Dies führt zu Unsicherheiten über den aktuell «richtigen» Preis einer illiquiden Anlage, da eine auf Modellen

basierende Bewertung nicht zwingend einem möglichen Verkaufspreis entspricht.

Zudem werden illiquide Anlagen in der Regel nur periodisch (quartalsweise oder sogar nur jährlich) bewertet. Die tiefere Periodizität bei der Bewertung führt zu einer Glättung der Renditedaten und damit zu einer Unterschätzung des Risikos. Weiter liegen die Bewertungen oft mit Verzögerung vor, wodurch die Diversifikationseffekte überschätzt werden.

Die angewandten Bewertungsmethoden hängen stark von Annahmen ab (z. B. Schätzung der künftigen Cashflows oder dem Diskontsatz). Entsprechend sind Modellbewertungen immer zu einem gewissen Grad subjektiv. Eine objektive Beurteilung der Anlageleistung ist deshalb immer erst nach der Rückzahlung des Kapitals möglich, da dann die Modellbewertungen keine Rolle mehr spielen.

Diese Effekte lassen sich exemplarisch an der Performance verschiedener liquider und illiquider Anlagekategorien in den ersten neun Monaten des Jahres 2022 aufzeigen (siehe Grafik). Während liquide Anlagen ausnahmslos stark an Wert verloren haben, erzielten illiquide Anlagen mehrheitlich positive Renditen.

Da die jeweiligen Marktsegmente ähnlichen makroökonomischen Faktoren unterliegen, wäre zu erwarten, dass die Renditen einen ähnlichen Verlauf nehmen. Für Investoren ist es daher zentral zu verstehen, wie illiquide Anlagen

Romano Gruber

CFA, Senior Investment
Consultant,
PPCmetrics AG



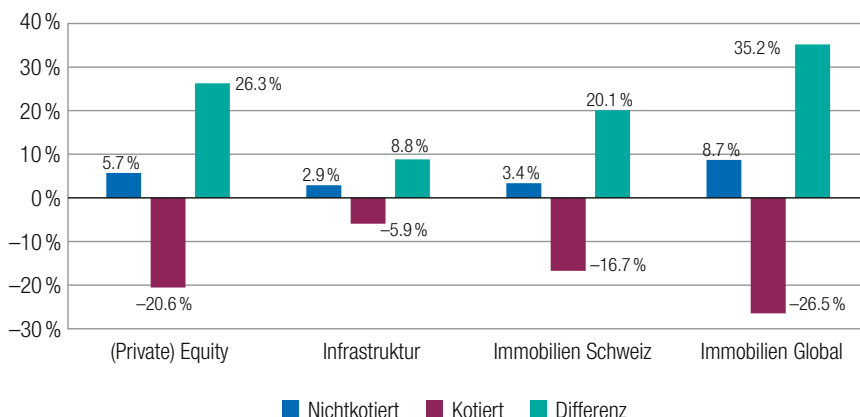
Marc Staub

CFA, Senior Investment
Consultant,
PPCmetrics AG



Durchschnittliche absolute Rendite von institutionellen Investoren für verschiedene Anlagekategorien zwischen Januar und September 2022

Quelle: PPCmetrics



bewertet werden und welche Folgen dies für die Interpretation der Anlageleistung hat.

Moderne Kennzahlen zur besseren Beurteilung der Performance

Nebst fehlenden Marktpreisen sind die Umsetzungsformen von illiquiden Anlagen für die Erfolgsmessung eine zusätzliche Schwierigkeit.

Üblicherweise werden Investitionen in Private Equity oder Infrastruktur mittels Fonds mit beschränkter Laufzeit getätigt. Dabei gibt ein Investor eine bestimmte Kapitalzusage ab. Die Kapitalzusagen werden vom Vermögensverwalter schrittweise über mehrere Jahre abgerufen und investiert. Im Gegensatz zu kotierten Anlagen ist das Kapital somit nicht sofort vollständig investiert. Zudem erfolgen vor dem Ende der Laufzeit des Fonds bereits Ausschüttungen.

Aufgrund der Relevanz von Ein- und Auszahlungen sowie des schwankenden Investitionsniveaus sind traditionelle Performancemasse nur bedingt aussagekräftig. Deshalb werden bei illiquiden Anlagen häufig Renditemasse verwendet, die die Höhe und die Zeitpunkte von Mittelfüssen berücksichtigen. Die Internal Rate of Return (IRR) sowie Multiples haben sich dabei etabliert.¹

¹ Siehe dazu auch Artikel Ott/Zoss: «Warum ticken illiquide Anlageklassen anders?» (Seite 69 ff.) sowie Hotz/Hotz: «Vorsicht vor der IRR-Falle.» (Seite 74 ff.) in der Schweizer Personalvorsorge 03/22.

Als alleiniges Mass zur Beurteilung der Performance sind diese Kennzahlen jedoch ungenügend. So berücksichtigen beide Performancemasse weder das Risiko noch das Marktumfeld. Aus diesem Grund wurde der Public Market Equivalent (PME) entwickelt. Mit dem PME kann die Performance illiquider Anlagen mit Investitionen in kotierte Anlagen verglichen werden.

Eine Herausforderung beim PME ist die Wahl einer adäquaten kotierten Benchmark. So weisen beispielsweise Private-Equity-Anlagen im Vergleich zum breiten Aktienmarkt häufig einen Small Cap und Value Bias auf und haben höhere Verschuldungsgrade.

Für eine fundierte Analyse der Performance illiquider Anlagen reichen die etablierten Performancekennzahlen somit nicht aus. Für eine aussagekräftige Erfolgsmessung sollten das Risiko sowie das Marktumfeld berücksichtigt werden.

Transparenz bezüglich Kosten

Die hohen Kosten sowie die komplexen und oft wenig transparenten Gebührenstrukturen sind bei illiquiden Anlagen zu berücksichtigen. So gilt es zu beurteilen, wie hoch der Mehrwert nach Kosten ist.

Im Markt existieren zahlreiche unterschiedliche Gebührenmodelle, die einen Kostenvergleich erschweren und aufwendig machen. In der Regel umfassen die Gebührenmodelle eine fixe und eine performanceabhängige Gebühr. Die fixe

TAKE AWAYS

- Illiquide Anlagen werden in der Regel nur periodisch bewertet. Die tiefere Periodizität bei der Bewertung führt zu einer Glättung der Renditedaten und damit zu einer Unterschätzung des Risikos.
- Weiter liegen die Bewertungen oft mit Verzögerung vor, wodurch die Diversifikationseffekte überschätzt werden.
- Zur Messung der Performance gibt es unterschiedliche Messgrößen. Es ist wichtig, diese zu verstehen, um die entsprechenden Zahlen kritisch einordnen zu können.

Informationsasymmetrie

Bei illiquiden Anlagen ist die Informationsasymmetrie zwischen Investoren und Vermögensverwalter (Principal-Agent-Problematik) deutlich ausgeprägter als bei liquiden Anlagen. So weiss der Vermögensverwalter besser darüber Bescheid, was der «wahre» Wert einer Investition ist. Ein Investor hat dagegen kaum eine Möglichkeit, den ausgewiesenen Wert eigenständig zu überprüfen. Zudem lässt sich nur schwer kontrollieren, ob der Vermögensverwalter wirklich im besten Interesse des Investors handelt. Gewisse Informationsasymmetrien können vor der Investition durch Zusicherungen bezüglich Transparenz, Compliance oder der Gleichbehandlung der Investoren in einer Zusatzvereinbarung (Side Letter) reduziert werden. Weiter ist eine enge Überwachung der Investition z.B. mittels eines Peer-Group-Vergleichs zentral und die ausgewiesene Performance sollte kritisch mit verschiedenen Performancemassen beurteilt werden.

Gebühr kann dabei auf den Kapitalzusagen, der aktuellen Bewertung des Fonds oder dem abgerufenen Kapital erhoben werden. Der Schwellenwert und die Bedingungen für die Auszahlung einer performanceabhängigen Gebühr können sich stark unterscheiden. Teilweise können technische Details zu signifikanten Kostenunterschieden führen.

Da man sich bei einer Investition in einen Fonds über einen sehr langen Zeitraum bindet (zehn Jahre oder mehr), empfiehlt es sich, die Kosten vor einer Investition für verschiedene Szenarien zu schätzen. Nach erfolgter Investition lassen sich die Gebühren kaum mehr verhandeln und ein Ausstieg vor Ende der Laufzeit ist nur schwer möglich. Für einen Investor ist es somit entscheidend, die Gebührenstruktur zu verstehen, um

die Höhe der Gebühren einordnen zu können.²

Adäquate Erfolgsmessung ist komplex und aufwendig

Die Erfolgsmessung bei illiquiden Anlagen ist aufgrund der spezifischen Charakteristika mit zusätzlichen Herausforderungen verbunden. Für eine adäquate Einschätzung der Performance ist Transparenz bezüglich der angewandten Bewertungsmodelle zu schaffen. Bei der Performancemessung sind moderne Kennzahlen anzuwenden, die das Risiko sowie den Markt berücksichtigen, und die Kosten sind auf ihre Marktkonformität zu prüfen. **I**

² Zu den Kosten siehe auch Artikel Mettler/Signer, Seite 41.

Wichtigste illiquide Anlagekategorien im Vergleich

Anlagekategorie	Beschreibung	Investment Case (Auswahl)	Umsetzung bei Schweizer Pensionskassen	Volumen/Anteil am Gesamtvermögen (Pensionskassenstatistik 2020)
Immobilien Schweiz und Ausland	Investition in Liegenschaften in den Sektoren Wohnen, Industrie, Büro und Einzelhandel sowie in Bauprojekte	<ul style="list-style-type: none"> – Stabile Cashflows – Diversifikationseffekt – Eigenständige Risikoprämie 	Immobilien Schweiz: Investition in Fonds bzw. Anlagestiftungen sowie Direktinvestitionen	Schweiz: ca. 188 Mrd. Franken (17.6 %)
		Zusätzlich für Immobilien Ausland: <ul style="list-style-type: none"> – Globale Diversifikation 	Immobilien Ausland: Investition in Fonds bzw. Fund of Funds (Open-end-Strukturen), de facto nie Direktinvestitionen durch die Pensionskasse	Ausland: ca. 28 Mrd. Franken (2.6 %)
Infrastruktur	Investition ins Eigenkapital bzw. Fremdkapital von Infrastrukturanlagen im Bereich Energie, Verkehr, Versorgung, Kommunikation, soziale Infrastruktur und weitere Sektoren	<ul style="list-style-type: none"> – Stabile Cashflows mit Inflationsschutz – Diversifikationseffekt – Geschäftsmodelle mit hohen Eintrittsbarrieren/Monopolen 	Investition in der Regel über Fonds bzw. Fund of Funds (i. d. R. Closed-end-Strukturen, bei Core-Infrastruktur auch Open-end-Strukturen möglich), selten Direktinvestitionen durch die Pensionskasse	Ca. 12 Mrd. Franken (1.1 %)
Private Debt	Investition in direkte oder syndizierte Kredite an mittlere und kleine Unternehmen im Sub-Investment-Grade-Bereich zur Finanzierung von M&A-Transaktionen (oft Leveraged Buyouts) oder anderweitigen Kapitalbedarf	<ul style="list-style-type: none"> – Höheres Renditepotenzial (Kreditrisikoprämie) – Erweiterung des Anlageuniversums – Kurze Zinsduration 	Investition in der Regel in Fonds (i. d. R. closed-end bei Direct Lending bzw. open-end bei syndizierten Krediten), selten direkte Kreditvergabe durch die Pensionskasse oder Investition in Fund of Funds	Nicht separat ausgewiesen
Private Equity	Investition ins Eigenkapital von nicht kotierten Unternehmen, wobei es sich bei den Zielunternehmen um Start-ups (Venture Capital), Wachstumsfirmen (Growth) oder etablierte Unternehmen (Leveraged Buyouts) handeln kann.	<ul style="list-style-type: none"> – Höheres Renditepotenzial – Diversifikationseffekte – Eigenständige Risikoprämie (u. a. Small-Cap-Prämie) 	Investition in der Regel über Fonds bzw. Fund of Funds (i. d. R. Closed-end-Strukturen), selten Direktinvestitionen durch die Pensionskasse	Ca. 20 Mrd. Franken (1.9 %)
Hedge Funds	Investition in aktiv verwaltete Anlagefonds, die versuchen, Marktopportunitäten und -ineffizienzen auszunutzen, streng genommen keine eigene Anlagekategorie	<ul style="list-style-type: none"> – Mehrwert durch aktives Management (Alpha) – Diversifikationseffekt – «Downside Protection» gegenüber klassischen Anlagerisiken 	Investition in der Regel über Fonds bzw. Fund of Funds, kaum interne Umsetzung durch die Pensionskasse möglich	Ca. 15 Mrd. Franken (1.4 %)
Insurance Linked Securities	Investition in als festverzinsliche Wertpapiere oder als private Transaktionen strukturierte Versicherungsrisiken (meist Naturkatastrophen wie Windstürme oder Erdbeben)	<ul style="list-style-type: none"> – Diversifikationseffekt – Erschliessung neuer Risikoprämien – Tiefes Zinsänderungsrisiko 	Investition in Fonds, interne Umsetzung durch die Pensionskasse nicht möglich	Ca. 8 Mrd. Franken (0.8 %)

Quelle: PPCmetrics

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**

