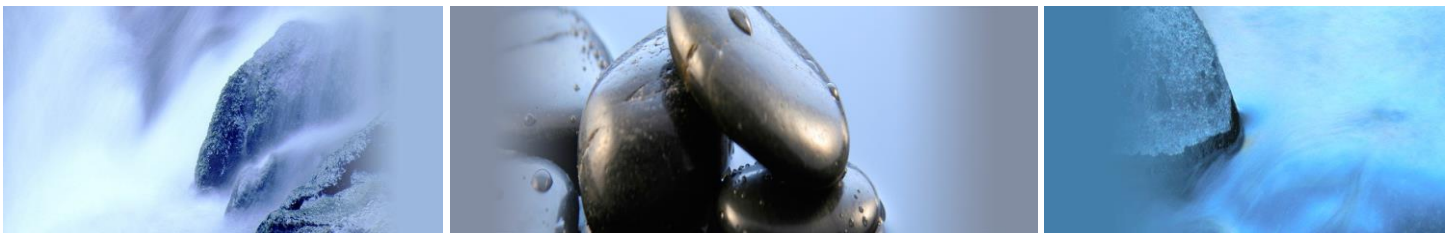




**Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research.**



www.ppcmetrics.ch

Performancebeurteilung bei Privatmarktanlagen

Benchmarking: Hürden und Lösungsansätze

Im Unterschied zu börsenkotierten Anlagen stehen für Privatmarktinvestitionen keine Marktpreise zur Verfügung. Daher erfolgen die Bewertungen modellbasiert und (gegenüber dem Markt) verzögert. Wie können Pensionskassen auf dieser Basis beurteilen, ob ihre Manager gut gearbeitet haben?

Autoren: **Lukas Riesen und Marc Staub**

Bei der Performancebeurteilung von Privatmarktanlagen müssen zwei fundamentale Unterschiede gegenüber börsenkotierten Wertschriften berücksichtigt werden. Erstens ist bei Privatmarktanlagen kein Marktpreis beobachtbar. Anders als bei börsenkotierten Wertschriften entscheiden bei Privatmarktanlagen zweitens nicht die Investoren, sondern der Vermögensverwalter über die Mittelflüsse.

Welche Möglichkeiten stehen dem Investor für das strategische Benchmarking sowie die Beurteilung der Leistung der Vermögensverwalter zur Verfügung?

Die Achterbahnfahrt der Anlagemärkte ...

Die Entwicklung der Anlagemärkte in den letzten drei Jahren gleicht einer Achterbahnfahrt. Aktien sowie Obligationen wurden im Jahr 2022 stark abgestraft. Im 1. Quartal 2024 haben die globalen Aktienmärkte bereits wieder Höchststände erreicht.

Nichtkotierte Immobilienanlagen, Private Equity oder Infrastrukturanlagen haben auch auf das veränderte Zinsumfeld reagiert. Allerdings sind die Schwankungen

dieser Privatmarktanlagen weniger ausgeprägt und zeitverzögert. Dies ist auf die Bewertungen anhand von Modellen («Mark-to-Model») zurückzuführen, da aufgrund des fehlenden Börsenhandels keine Marktpreise beobachtbar sind.¹ Dieser Umstand stellt sowohl für die Einschätzung der Performance auf strategischer Ebene als auch bei der Beurteilung der Anlageleistung von Vermögensverwaltern eine Herausforderung dar.

... und die (vemeintliche) Stabilität illiquider Anlagen

Schweizer Pensionskassen erzielten im Jahr 2022 erhebliche Negativrenditen. Investoren mit einem hohen Anteil an nichtkotierte Immobilien, Private Equity oder Infrastrukturanlagen verzeichneten dabei weniger stark negative Renditen.

Dies ist primär auf die zeitverzögerte Bewertung sowie auf die angewandten Methoden und teils subjektiven Inputs zurückzuführen. Exemplarisch zeigt sich dies daran, dass eine höhere Allokation in illiquide Anlagen (Privatmarktanlagen)

im Jahr 2022 tendenziell höhere Renditen zur Folge hatte. Im Jahr 2023 lässt sich exakt der gegenteilige Effekt beobachten (siehe Grafik).

Die Grafik zeigt auf der linken Achse die absolute Rendite von institutionellen Anlegern für die Jahre 2022 und 2023. Auf der horizontalen Achse ist der Anteil illiquider Anlagen (alternative Anlagen, Infrastrukturanlagen und nichtkotierte Immobilienanlagen) am Vermögen abgetragen.

Lösungsansätze beim strategischen Benchmarking

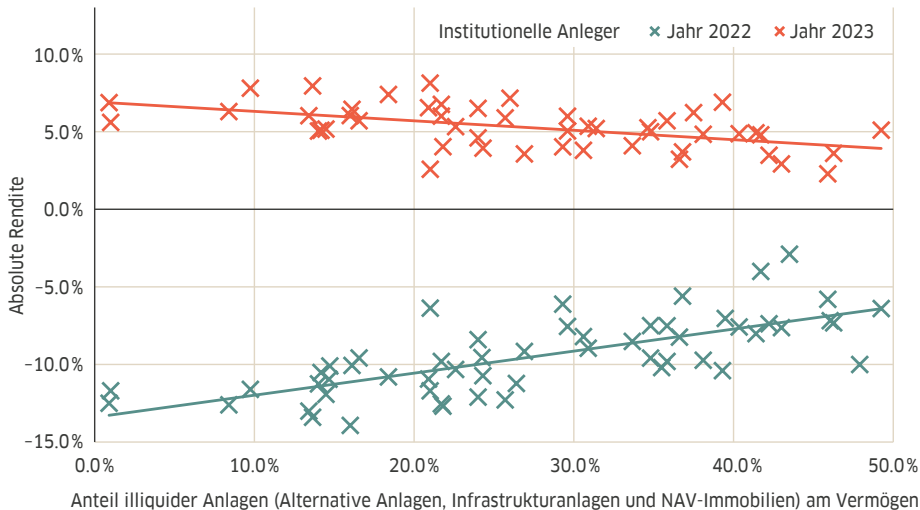
Im Rahmen der strategischen Vermögensbewirtschaftung legt das oberste Organ die Ziele fest und misst sich laufend an diesen. Bei Obligationen und Aktien haben sich breite Marktindizes etabliert, die auf börsenkotierten Wertschriften basieren. Bei illiquiden Anlagen stehen indessen kaum geeignete Indizes zur Verfügung. In der Praxis sind folgenden Benchmarks zu beobachten:

- kotierte Vergleichsindizes,
- Indizes von nichtkotierte Fonds,
- fixe absolute Rendite,
- erzielte Rendite der Anlageklasse (d.h. relative Rendite von null),

¹ Siehe dazu auch Artikel «Erfolgsmessung bei illiquiden Anlagen», PPCmetrics. SPV 01/23.

Absolute Rendite vs. Anteil Privatmarktanlagen im Jahr 2022 und 2023

Quelle: PPCmetrics.



- Benchmarkrendite Gesamtvermögen exkl. Privatmarktanlagen,
- Peer-Group-Vergleich mit anderen Investoren.

Bei der Wahl der Benchmark bestehen Zielkonflikte. Indizes auf Basis börsenkotierter Wertschriften sind zwar zeitnah verfügbar, jedoch können in der kurzen Frist gegenüber dem Portfolio grössere Abweichungen auftreten. Demgegenüber sind Indizes von nichtkotierten Fonds als repräsentativer Anlagemarkt geeigneter, jedoch sind diese meist erst mit erheblicher Zeitverzögerung verfügbar und mit hohen Lizenzierungskosten verbunden. Eine fixe absolute Rendite (z.B. Zielrendite) ist zwar kostenlos, jedoch eher ungeeignet, da weder die Risiken noch das Marktumfeld berücksichtigt werden.

Bei der Wahl der strategischen Benchmark ist es hilfreich, sich auf das Investitionsmotiv zu berufen. Wird beispielsweise eine höhere Rendite in Relation zum Restportfolio oder eine Mehrrendite gegenüber börsenkotierten Wertschriften angestrebt? Welche strategische Benchmark am geeignetsten ist, hängt somit von den spezifischen Bedürfnissen

und individuellen Zielen ab. Oft werden in der Praxis auch mehrere Vergleichsmassstäbe und Peer-Group-Analysen herangezogen.

Performancebeurteilung von Vermögensverwaltern

Ein Aktienmanager investiert den gesamten Betrag des Investors auftragsgemäss sofort. Bei Privatmarktanlagen werden die Investitionen hingegen über die Zeit getätigt und zurückbezahlt. Zudem ist die Aufnahme von Fremdkapital (sogenannter Hebel) zur Rentabilitätssteigerung üblich. Dies stellt eine zusätzliche Herausforderung bei der Performanceanalyse dar.

Die Rendite von Aktien wird in der Regel durch die Gegenüberstellung des Endwerts mit dem Anfangswert einer Periode ermittelt. Wenn Investoren Geld beziehen oder bereitstellen, wird ein neuer Berechnungszeitraum gebildet. Die Mittelflüsse in der Renditebetrachtung auszuschliessen ist sinnvoll, solange die Mittelflüsse nicht in der Verantwortung des Managers liegen. Diese zeitgewichtete Rendite hat den Vorteil, dass die Vergleichbarkeit gewährleistet ist.

TAKE AWAYS

- Privatmarktanlagen weisen aufgrund ihrer Bewertungslogik vermeintlich weniger Schwankungen auf als börsenkotierte Werte.
- In schlechten Anlagejahren hilft dies buchhalterisch dem Deckungsgrad, in guten bremst es.
- Für die Beurteilung der Performance gibt es unterschiedliche Ansätze. Am aussagekräftigsten dürfte derjenige des «Public Market Equivalent (PME)» sein.

Im Gegensatz dazu liegt bei Privatmarktanlagen die Verantwortung über die Mittelflüsse beim Vermögensverwalter. Daher werden Mittelflüsse und das Investitionsniveau bei der Performancemessung explizit miteinbezogen. Eine Möglichkeit ist die Berechnung des internen Zinsfusses (IRR), mit dem die Einzahlungen verzinst werden müssen, um die erzielten Auszahlungen zu erhalten. Diese Methode lässt Opportunitätskosten, die

Möglichkeit der Aufnahme von Fremdkapital und das Marktumfeld unberücksichtigt und weist daher Schwächen auf.²

Diesen Schwächen kann mit der Performancekennzahl des «Public Market Equivalent (PME)» begegnet werden. Dabei wird die hypothetische Rendite bei einer Investition der Ein- und Auszahlungen der Privatmarktanlage in den kotierten Markt ermittelt. Mittelflüsse, das Investitionsniveau, die Risiken und das Marktumfeld werden miteinbezogen. Dies liefert wichtige Erkenntnisse. Einerseits kann festgestellt werden, ob die Privatmarktanlagen unter Berücksichtigung der Risiken und Kosten einen Mehrwert gegenüber dem kotierten Markt erzielen

konnten. Andererseits ist die Vergleichbarkeit von Managern gewährleistet und die Anlageleistung kann akkurat eingeschätzt werden.

Die richtigen Schlüsse ziehen

Beim strategischen Benchmarking sind die individuellen Ziele bei der Wahl des Vergleichsindex zu berücksichtigen. Hilfreich für die Messung des Anlageerfolgs sind Vergleiche mit unterschiedlichen Indizes und Peer Groups. Bei der Beurteilung der Anlageleistung von Vermögensverwaltern sollten die spezifischen Eigenschaften von Privatmarktanlagen berücksichtigt werden, um die Vergleichbarkeit sicherzustellen. Dies kann am ehesten mit Performancekennzahlen wie dem «Public Market Equivalent» erfolgen. Aufgrund der spezifischen Herausforderungen ist für eine Beurteilung des Anlageerfolgs bei Privatmarktanlagen eine umfassende Analyse unumgänglich. |

² Vergleiche dazu Artikel «Warum ticken illiquide Anlageklassen anders» (Christian Zoss, Rainer Ott), Seite 69, sowie «Vorsicht vor der IRR-Falle» (Pirmin Hotz, Florian Hotz), Seite 74, beide in der Schweizer Personalvorsorge 3/22.



Lukas Riesen

CFA, Partner, PPCmetrics



Marc Staub

CFA, Managing Consultant, 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**

