

«Ja, aber...»: Meinungen und Fakten zu Privatmarktanlagen

Privatmarktanlagen sind auf dem Vormarsch. Sie sind teuer, illiquid, aber bringen Rendite und Diversifikation. Soweit die landläufige Meinung. Aber stimmt sie auch? Ein nüchterner und alternativer Blick auf eine alternative Anlagekategorie.

Arno Grüter, GL-Mitglied ECOFIN Investment Consulting AG

«Vormarsch» wäre anders

Das Beratungsunternehmen McKinsey hat global bei institutionellen Investoren eine Investitionsquote von rund 10% in Private Equity und 2.7% in Private Debt errechnet. Die Allokationen bei Schweizer Pensionskassen sind davon weit entfernt. Gemäss aktuellen Auswertungen von Swisscanto und UBS liegt die Privatmarkt-Quote von Schweizer Vorsorgewerken im Schnitt bei 3-4%, wobei von Jahr zu Jahr ein langsamer Anstieg festzustellen ist. Selbstverständlich gibt es auch Vorsorgewerke mit deutlich höheren Allokationen sowie solche, die ganz darauf verzichten. In letzter Zeit haben die höheren Zinsen den Reiz von Privatmarktanlagen in der allgemeinen Wahrnehmung etwas relativiert. Investoren bekommen für das Eingehen von Risiken in Obligationen wieder Rendite – mindestens aus nomineller Sicht.

Klar ist, dass von einem «Run» in Privatmarktanlagen, wie der Eindruck bei der Lektüre der Finanzpresse bisweilen entstehen könnte, keine Rede sein kann. Dies hängt nicht zuletzt auch damit zusammen, dass die Anlage in Privatmärkten eine ernsthafte Auseinandersetzung mit der Thematik erfordert. Zudem stehen dezidierte Meinungen dafür und dagegen im Raum. Im Folgenden ordnen wir je zwei prominente Argumente für und gegen Privatmarktanlagen sowie eine Kontroverse ein.

Pro-Argument 1: Diversifikation

Ein oft ins Feld geführter Grund für Privatmarktanlagen ist die Diversifikation und damit auch die Steigerung der Effizienz (Ertrag pro Einheit Risiko) eines Portfolios. Dies gilt so pauschal nur bedingt. Die Korrelation, d.h. der Grad der Gleichläufigkeit, von klassischen Private Equity- oder Private Debt-Investitionen mit einem

60%/40%-Aktien-Obligationen-Portfolio ist gemäss Analysen von JPMorgan mit 0.6-0.8 relativ hoch. Das ist nicht weiter erstaunlich, da die grundlegenden ökonomischen Treiber der Bewertungen dieselben sind. Man kann allerdings argumentieren, dass mit einer Vermögensallokation in Privatmärkte eine breitere und damit diversifiziertere Abdeckung dieser Treiber (realwirtschaftliche Produktivität, Innovationszyklen etc.) erfolgt: Das kotierte Firmenuniversum wird um den nicht-kotierten Teil der Realwirtschaft ergänzt.

Eine diversifizierende Wirkung kann im Portfolio besser durch die Investition in tiefer korrelierende Equity-Beteiligungen von «Real Assets» wie Infrastruktur oder Immobilien erreicht werden.

Die Gleichläufigkeit von Public und Private Equity muss im Übrigen im Kontext des Gesamtportfolios gewertet werden. Das Jahr 2022 hat vielen Investoren schmerzlich vor Augen geführt, dass die Diversifikationswirkung der «Gegenpole» Aktien und Obligationen in-existent sein kann. Die im Schnitt tiefe Korrelation der beiden Kernanlagen ist nicht zeit-stabil. In solchen Zeiten kann Private Equity aufgrund seiner geglätteten bzw. den kotierten Märkten «nachhinkenden» Bewertung einen gewissen Ausgleich ins Portfolio bringen.

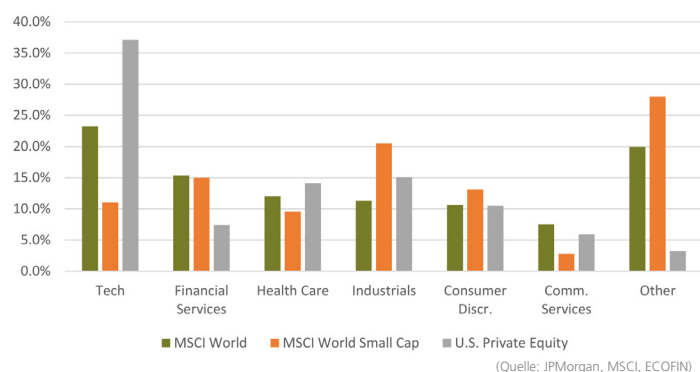
In der Praxis diversifiziert man mit Privatmarktanlagen also primär die den üblichen realwirtschaftlichen Einflüssen ausgesetzten Renditequellen, nicht jedoch das Risiko.

Mit der zunehmenden Konzentration von Technologietiteln in den gängigen marktkapitalisierungsgewichteten Indizes kann mit der Anlage in Privatmarktanlagen eine Sektor-Diversifikation erreicht werden. Ein Vergleich von US-Private Equity-Anlagen mit der Sektor-Zusammensetzung des MSCI World sowie des sich für Benchmarking-Zwecke anbietenden MSCI World Small Cap-Index zeigt, dass erstere stärker auf die Sektoren «Technology» und «Health Care» sowie weniger stark auf «Financial Services» ausgerichtet sind (vgl. Abb.1). Die Aufnahme von Private Equity führt somit zu einer gewissen Diversifikation von Sektor-Risiken.

Pro-Argument 2: Ertrag

Ein weiteres Motiv für die Anlage in Privatmarktanlagen liegt in der im Vergleich zu kotieren Anlagen hö-

Abb. 1: Vergleich der Sektorallokation Public vs. Private Equity



heren Renditeerwartung. Intuitiv muss die effektive Performance tatsächlich höher sein. In privat gehaltenen Firmen können die Aktionäre direkten Einfluss auf die strategische Ausrichtung nehmen und damit wertsteigernde Massnahmen zügig vorantreiben. Daneben weisen die in den Private Equity-Fonds enthaltenen Unternehmen oftmals einen etwas höheren Einsatz von Fremdkapital auf als kotierte Firmen, was entsprechend kompensiert werden muss. Weiter sind die Illiquidität sowie unternehmensspezifische Risiken mit entsprechenden Renditeprämien abzugelten.

Historisch rentierten Private Equity-Anlagen rund 10-14 % p.a. (in USD, gerechnet als Internal Rate of Return, IRR) und Private Debt-Investments zwischen 7-9%. Die Werte sind allerdings mit Vorsicht zu geniessen, da die konkreten Renditen stark streuen und die Messmethoden bzw. die Bereitstellung belastbarer, aussagekräftiger Werte, welche faire Performancevergleiche erlauben, eine Wissenschaft für sich sind. Leider rapportiert die Private-Markets-Industrie ihre Resultate nach wie vor zu wenig einheitlich und investorenfreundlich. Will sich ein Investor ein unverzerrtes Bild machen, muss er dazu einiges an Ressourcen und Wissen aufwenden.

Damit die Freude über die höheren Erträge auch langfristig erhalten bleibt, muss ein spezielles Augenmerk auf einen der Hauptkritikpunkte, die Kostenstruktur der Anlagen, gelegt werden.

Contra-Argument 1: Kosten

Private-Markets-Anlagen haben höhere TER-Kosten als kotierte Anlagen. Es fallen Kosten für das Research, die Due Diligence sowie das Aufsetzen und den Unterhalt der Investitionen an. Bei den kotierten Anlagen sind viele dieser Kosten externalisiert (andere tragen sie) oder sozialisiert (verteilt auf viele einzelne Investoren) bzw. gehen als Aufwände in die Betriebsrechnung und damit den Marktpreis der Anlagen ein.

mögen eine professionelle und risikodiversifizierte Investition in Privatmarktanlagen, ohne dass ein übermässiger, die internen Verhältnisse übersteigender Aufbau von Ressourcen erfolgen muss. Die Zusatzkosten sind lohnenswerte Ausgaben.

Contra-Argument 2: Illiquidität

Die Illiquidität von Privatmarktanlagen ist für Skeptiker ein Hinderungsgrund für die Anlage. Befürworter kontern dies mit der Vereinnahmung der sogenannten «Illiquiditätsprämie». Die Theorie besagt, dass die Haltezeit einer Anlage mit einer proportionalen Prämie abgegolten werden muss. Das Vorhandensein einer Illiquiditätsprämie wird von verschiedenen wissenschaftlichen Studien gestützt. Ein bislang wenig beachteter Aspekt ist die schlichte Tatsache, dass Privatmarkt-Investoren durch das langjährige Gebundensein davon abgehalten werden, emotional zu handeln und Anlagen prozyklisch zu verkaufen. Es ist bekannt, dass selbst institutionelle Investoren dem «Bias» des Herdentriebs unterliegen und dadurch ihre Performance verschlechtern. In diesem Sinne kann die tiefe Liquidität einen disziplinierenden Effekt haben, den sich manch ein Destinatär vielleicht auch schon in den kotierten Märkten gewünscht hätte.

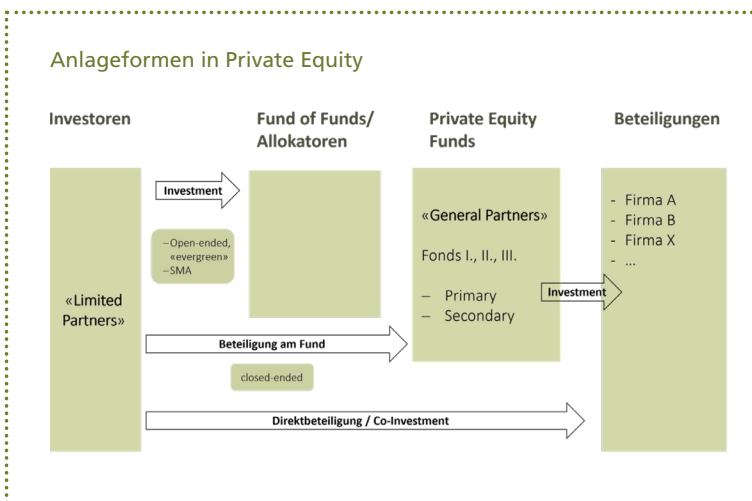
Kontroverses Argument: Risikomessung

Eine die Privatmarktanlagen begleitende Kontroverse betrifft das Risiko. In den kotierten Märkten wird dieses gemeinhin mit der Volatilität, also den Schwankungen der Renditen, gemessen. Ob die Volatilität das wahre Risiko einer kotierten Anlage spiegelt, sei dahingestellt. Sicher ist, dass sie im Bereich der Privatmarktanlagen ein ungeeignetes Mass ist. Privatmarktanlagen weisen vergleichsweise tiefe Volatilitäten aus. Dies ist primär dem Effekt zuzuschreiben, dass sie weniger häufig bewertet werden als kotierte Anlagen und ihr Wert fundamental errechnet wird. Bei kotierten Anlagen hingegen ist der durch den Handel ermittelte Preis und damit die Rendite durch «den Markt» und dessen Emotionen geprägt.

Die Frage sollte gestellt werden, ob Volatilität, oder doch nicht eher fundamentale Kennzahlen wie der Verschuldungsgrad oder die Schuldzinslast der einzelnen Firma, sich zur Beurteilung des Risikos einer Anlage eignen.

Sorgfalt zahlt sich aus

Die Ausführungen zeigen: Es gibt kein Richtig oder Falsch. Es gibt gute Gründe für die Anlage in Privatmarktanlagen, aber der Prozess muss investorenseitig sorgfältig und professionell angegangen werden. Ist dies der Fall, können Private Equity, Private Debt und weitere Privatmarkt-Anlagen ihre Beiträge zur Anlage von Pensionskassengeldern leisten.



In der Regel sind Grösse und Professionalität eines Investors mit gewissen Kostenvorteilen verbunden. Grösse impliziert Verhandlungsmacht bezüglich der Preisfestsetzung. Kleinere Investoren finden in der Regel über «Multi Manager»- bzw. «Fund of Fund»-Strukturen Zugang zu Private-Markets-Anlagen. Die zusätzlichen Kosten-Komponenten solcher Strukturen sind dabei aus einer Gesamtsicht zu werten: Die Strukturen ermöglichen kleineren Ver-