

Wie weiter in den nicht kotierten Märkten?

Frühstücksveranstaltung

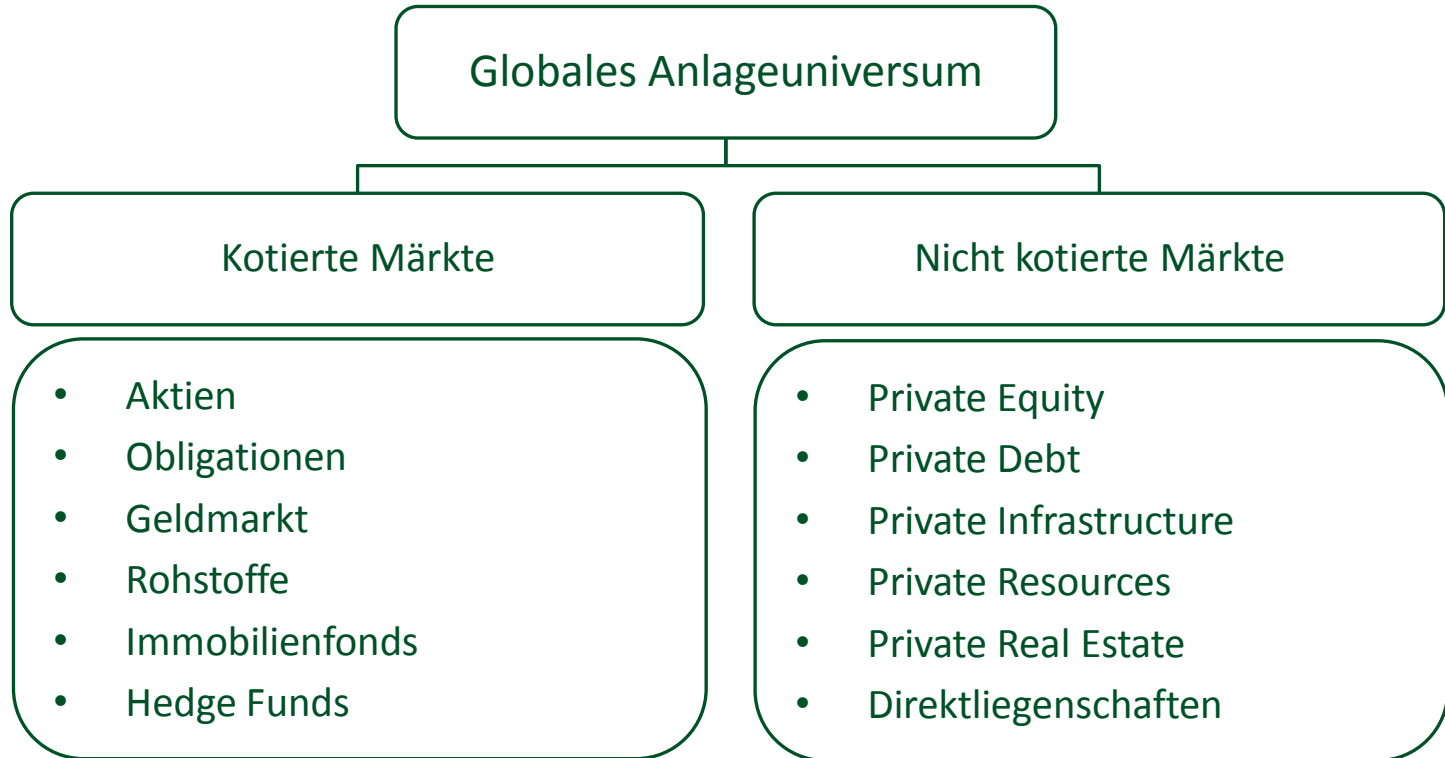
Dr. Benita von Lindeiner, Senior Consultant c-alm AG

Juni 2011



- **Kotierte versus nicht kotierte Märkte**
- Gebühren in nicht kotierten Märkten
- Organisationsmodelle in den nicht kotierten Märkten
- Schlussfolgerung

Globales Anlageuniversum



Die Liquidität oder Handelbarkeit eines Produktes/einer Investition ist ein klar definiertes, eindeutiges Abgrenzungskriterium!

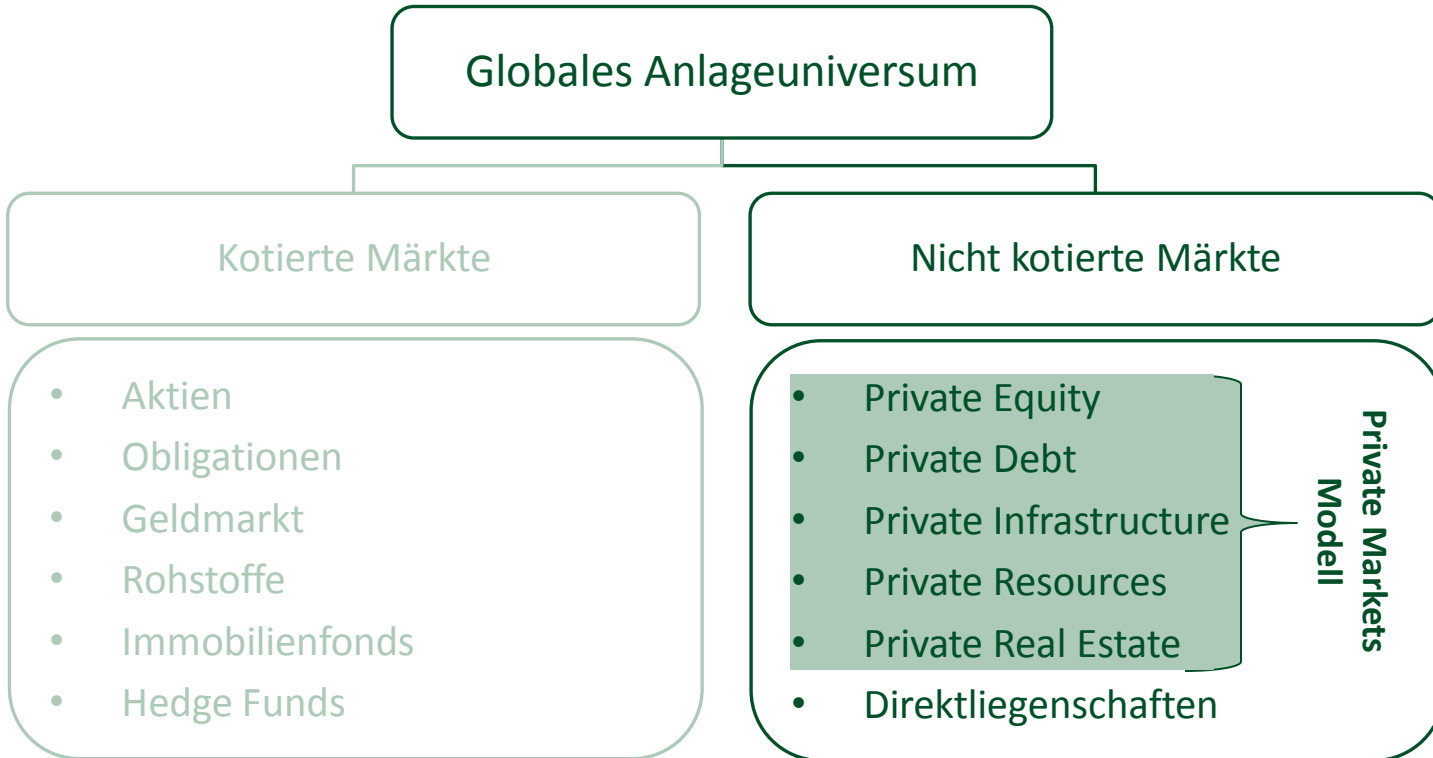
Transparenz und Kontrollmöglichkeiten

- Warum entscheidet man sich für eine Investition in nicht kotierte Märkte?
- Auf den ersten Blick viele Nachteile: geringere Transparenz und weniger Kontrollmöglichkeiten.

	Kotiert (SIX)	Nicht kotiert
Veröffentlichung Jahres- und Halbjahresberichte	✓	✗
Bewertung	Täglicher Marktpreis	Jahresrechnung
Corporate Governance	Richtlinie	n.a.
Ad-hoc Publizität	Kursrelevante Information	✗
Offenlegung Managementtransaktionen	✓	✗
Offenlegung von Beteiligungen	✓	✗
Liquidität	Täglich	Stark eingeschränkt

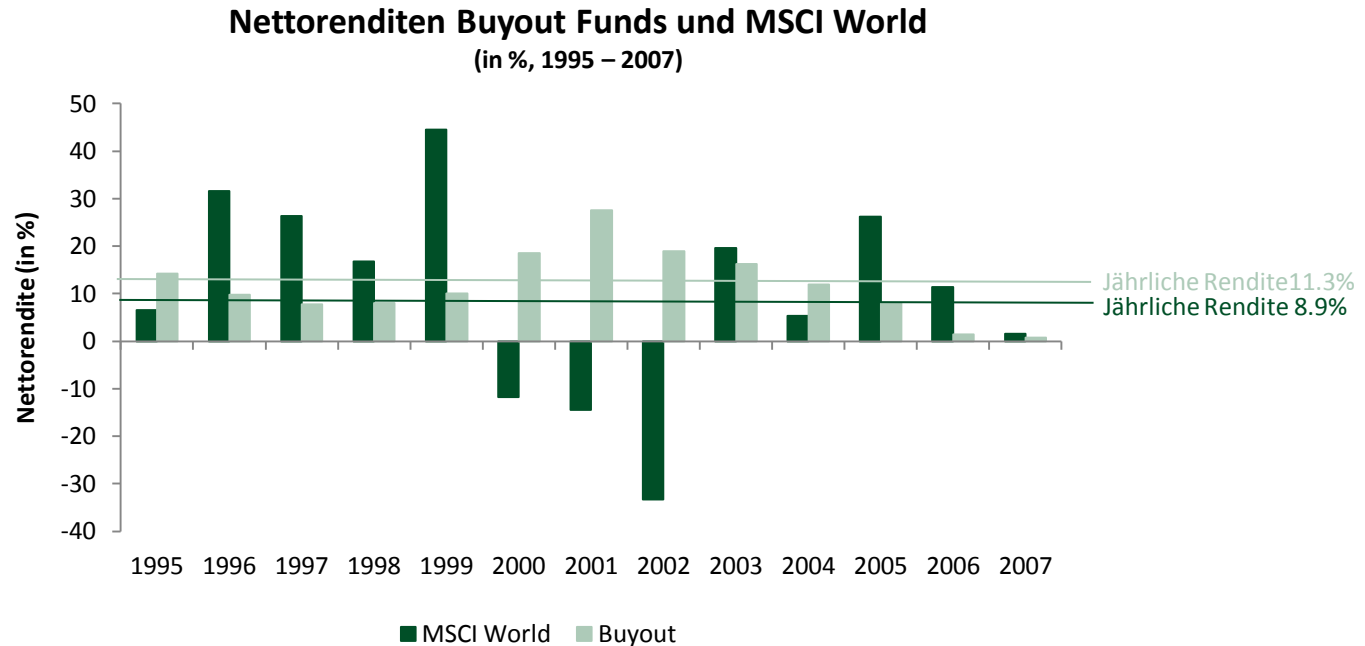
Bieten nicht kotierte Märkte eine Liquiditätsprämie?

Globales Anlageuniversum



Historische Renditezahlen Private Markets

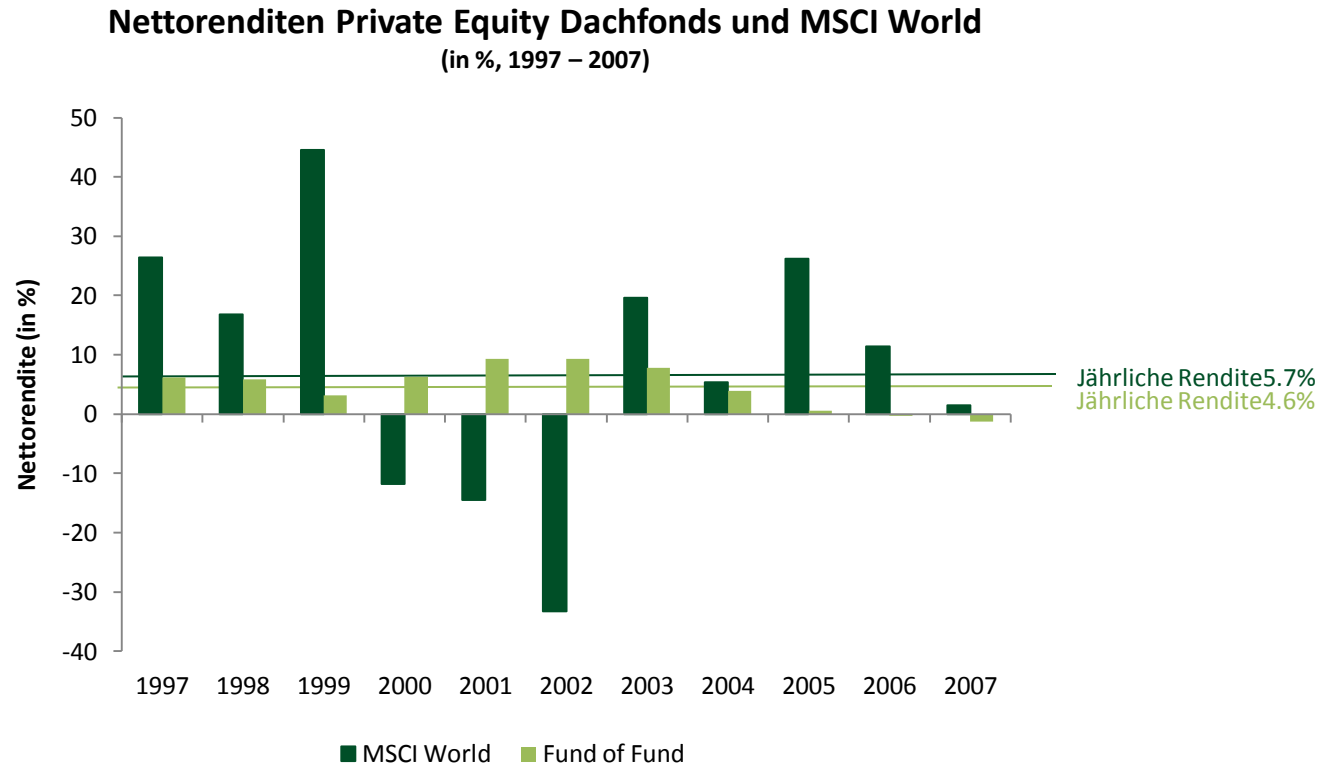
- Für Buyouts ist eine Liquiditätsprämie scheinbar vorhanden – auch nach Berücksichtigung aller Gebühren.



- Vorbehalt: Rendite Zahlen in privaten Märkten beruhen auf freiwilligen Angaben der Fonds Manager und unterliegen insofern einem Auswahl Bias.

Historische Renditezahlen Private Markets Dachfonds

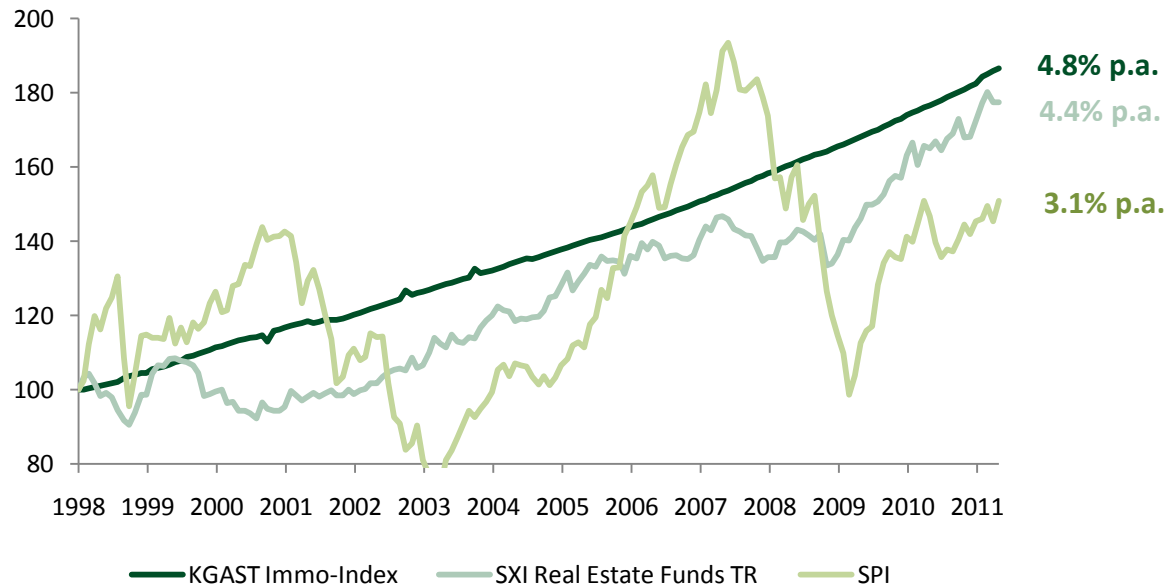
- Für Dachfonds hingegen scheint trotz längerer Kapitalbindung keine Liquiditätsprämie feststellbar zu sein.



Historische Liegenschaftsrenditen

- Liegenschaften rentierten in der Vergangenheit gut, aber nur knapp über den entsprechenden Aktienmärkten.

Nettorenditen KGAST Immo-Index, SXI Real Estate Fund (TR) und SPI
(in %, 1998 – 2011)



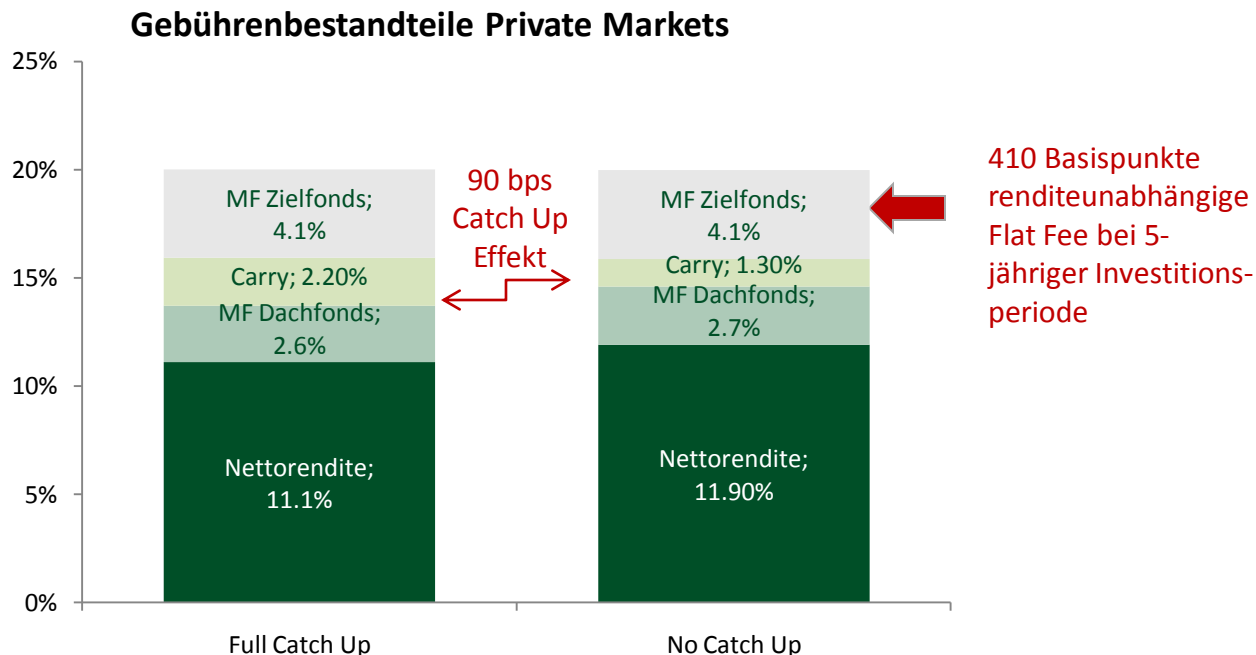
- Vorbehalt: KGAST ist den freien Marktkräften entzogen. Sollten alle Investoren gleichzeitig aussteigen wollen, kann es zu einem massiven Preisverfall kommen!

- Kotierte versus nicht kotierte Märkte
- **Gebühren in nicht kotierten Märkten**
- Organisationsmodelle in den nicht kotierten Märkten
- Schlussfolgerung

Gebührenbegriffe Private Markets

	Private Markets Modell
Management Gebühr	Jährliche Gebühr, auch Flat Fee genannt, die auf das gesprochene Kapital erhoben wird. Zwischen 1.5-2.0% p.a.
Hurdle rate	Mindestrendite, die der Investor erzielt haben muss, bevor der Manager eine Renditebeteiligung erhält. Zwischen 8-10%.
Carry (Carried Interest)	Renditebeteiligung, die nach Erreichen der Hurdle Rate an den Manager gezahlt wird. Typischerweise 20%.
Catch Up	Renditeaufteilung nach Erreichen der Hurdle Rate: Volles Catch Up bedeutet, dass der Manager so lange 100% der zusätzlichen Rendite erhält, bis er 20% der Gesamrendite erhalten hat. Danach Aufteilung gemäss Carry (meist 80/20). Kein Catch Up bedeutet, dass nach Erreichen der Hurdle Rate die zusätzliche Rendite sofort gemäss Carry (meist 80/20) aufgeteilt wird.
Investitionsperiode und Laufzeit	Normalerweise 10-15 Jahre Laufzeit mit 3- bis 5-jähriger Investitionsperiode.

Private Markets in der Gebührenfalle?



Annahmen

- Laufzeit: 15 Jahre
- Investitionsperiode: 5 Jahre
- 20% jährliche Bruttorendite
- 5 Zielfonds
- 2% Management Gebühr Zielfonds, 1% Dachfonds
- Stepdown von 10% nach der Investitionsperiode bei den Zielfonds
- 8% Hurdle Rate
- 20% Carry

Bei erfolgreicher Investitionstätigkeit Gebühren von fast 1000 Basispunkten!

Gebühren Direktliegenschaften

Gesamtkosten = TER (Betriebsaufwand) + TTC (Transaktionskosten und Steuern) + SC (Zusatzkosten)

$$\text{TER} = \text{PF} + \text{AF} + \text{MF} + \text{VF}$$

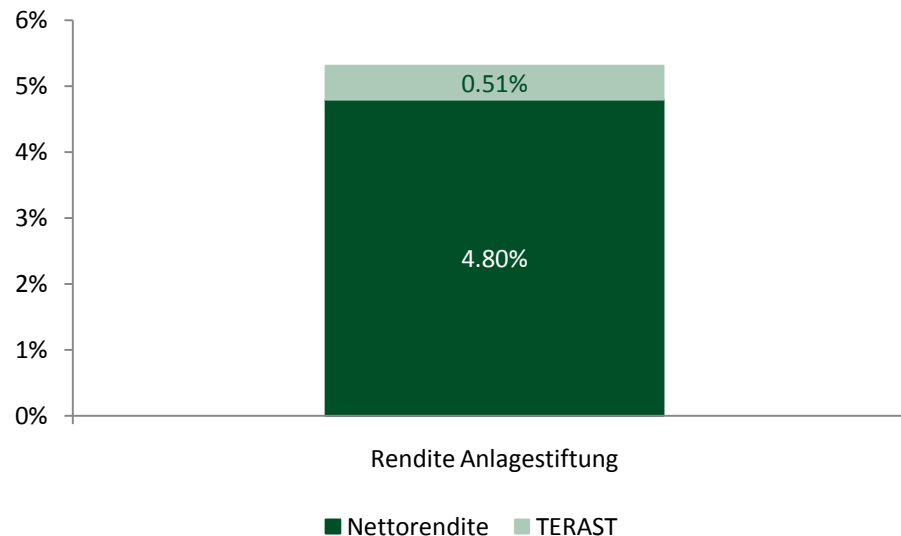
PF: Managementgebühren für die Bewirtschaftung des Liegenschaftsportfolios

AF: Gebühr für die Fondsleitung, Depotführung und Administration

MF: Kosten für Liegenschaftsverwaltung

VF: Kosten im Zusammenhang mit der Schätzung und Revision der Liegenschaften

Gebührenbestandteile Immobilien-Anlagestiftungen



- Kotierte versus nicht kotierte Märkte
- Gebühren in nicht kotierten Märkten
- **Organisationsmodelle in den nicht kotierten Märkten**
- Schlussfolgerung

Unterschiedliche Organisationsformen

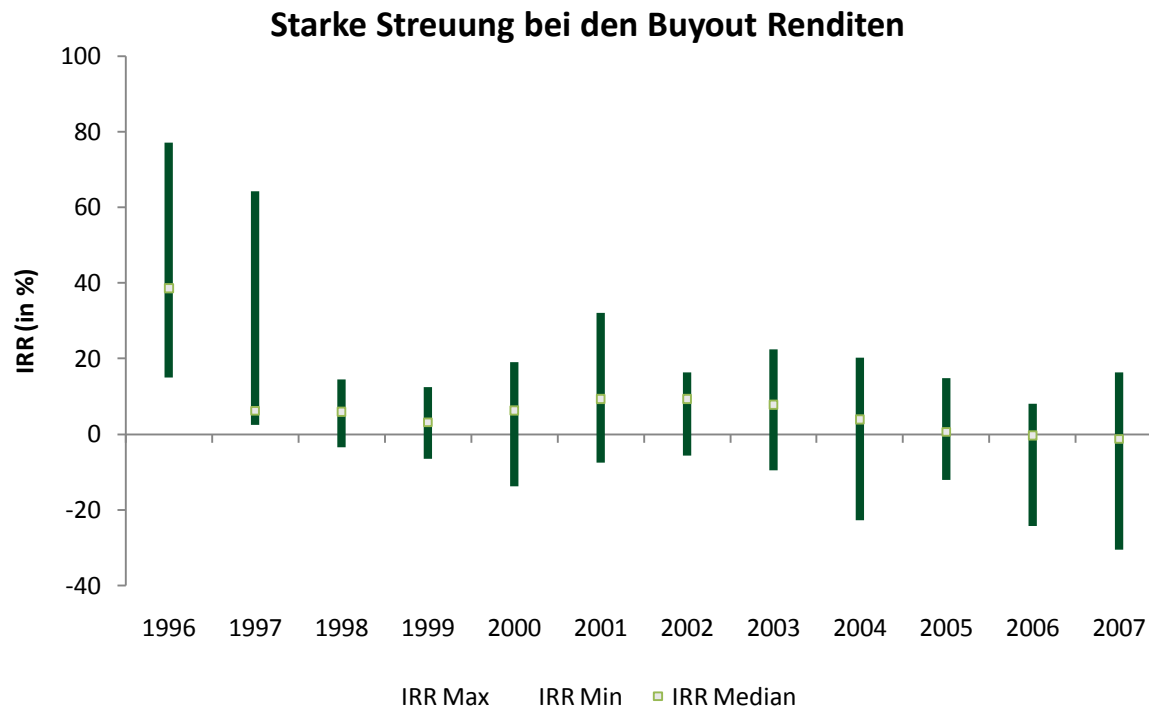
- In der 2. Säule ist in den nicht kotierten Märkten eine deutliche Präferenz für Direktliegenschaften festzustellen: 13.3% des gesamten Anlagevermögens ist in Direktliegenschaften investiert; lediglich 1.4% in Private Equity.
- Beide Organisationsmodelle unterscheiden sich in grundlegenden Eigenschaften:

	Private Markets Modell	Modell „Direktliegenschaften“
Transparenz	Gering	hoch
Nähe	Meist global	Meist lokal
Einflussnahme / Kontrolle	Gering	Möglich
Kosten	Hoch bis sehr hoch	Moderat

Der Erfolg des Private Markets Modells hängt vollständig vom Manager ab!

Private Markets: eine Blackbox?

- Die hohen Kosten des Private Markets Modell ergeben sich als **Folge der Delegationsentscheidung**. Wie wichtig die Wahl des richtigen Managers ist, zeigt auch die starke Streuung der Buyout Renditen.
- Direktliegenschaften erlauben nicht nur, die Kosten besser unter Kontrolle zu halten, sondern ermöglichen Eingriffe in kritischen Situationen.



Direktliegenschaften sind offener, spezialisierter und investorenfreundlicher!

- Kotierte versus nicht kotierte Märkte
- Gebühren in nicht kotierten Märkten
- Organisationsmodelle in den nicht kotierten Märkten
- **Schlussfolgerung**

Schlussfolgerung

- Das Direktliegenschaftsmodell ist dem Private Markets Modell aus Gründen der Transparenz, Kontrolle und Kosteneffizienz vorzuziehen.
- Ein direkter Übertrag des Modells auf Private Markets ist aufgrund von regulatorischen Bestimmungen und organisatorischen Schwierigkeiten nicht möglich.
- Bei Investitionen in Private Markets sollten Investoren
 1. wie bei Direktliegenschaften Spezialistenteams einsetzen, die die Märkte und Manager kennen und verstehen;
 2. sich auf Geschäftsfelder und Gegenden konzentrieren, in denen sie auch ein gewisses Know-how vorweisen können;
 3. die Kosten und Eingriffsmöglichkeiten kennen und aushandeln, um unmittelbarer beteiligt zu sein und Kontrollmöglichkeiten zu haben;
 4. darauf achten, dass im Fall einer Delegationsentscheidung Anreize richtig gesetzt werden.

Martin Walser

Unsere Sicherheiten dürfen nichts Starres werden, sonst brechen sie.