

GROSSE ÜBERFAHRT

Privatmarktanlagen erleben einen Boom. Dafür gibt es eine Reihe guter Gründe. Wer aber Erfolg haben möchte, sollte auch die Tücken kennen. Echtes Unternehmertum ist gefragt, und das lässt sich nicht delegieren.

“Hepp!” ruft Obelix. Und mit einem Schwung saust Asterix vom Schiffsdeck durch die dichte Nebeldecke in den sterneklaren Himmel. Es folgt ein rascher, etwas hektischer Blick in alle Richtungen, auf der Suche nach dem Nordstern: “Da lang!” Sekunden später landet Asterix wieder sanft in den mächtigen Armen von Obelix. Das Schiff befindet sich auf einer grossen Überfahrt im Nirgendwo. Die beiden unbeugsamen Gallier haben die Orientierung verloren und sehen die eigene Hand nicht mehr vor Augen. “Hepp!” ...

Auch für Investoren ist die Visibilität von entscheidender Bedeutung, wenn sie ihre Ziele erreichen wollen – sei es die Vermehrung von Vermögen, dessen Erhalt oder sonst etwas. Visibilität gibt es in Form von Analysen, Business-Plänen, Zeitungsberichten, Anekdoten, Gerüchten und vielem mehr. Zentrales Element aber ist der Preis, denn nur über ihn können Anleger letztlich entscheiden, ob sie einen Vermögenswert kaufen, halten oder verkaufen wollen. Im Preis bündeln sich die Gegenwart und alle Erwartungen für die Zukunft. Deshalb ist es von grosser Bedeutung, auf welche Art und wie oft Preise für Vermögenswerte ermittelt werden. Bei börsengehandelten, liquiden

Anlagen wie Obligationen und Aktien, aber auch bei konvertiblen Währungen und vielen Rohstoffen findet die Preisfindung konstant statt, bei Währungen sogar auch an Wochenenden und über 24 Stunden am Tag. Solche Anlagen können mühelos innert kürzester Zeit verkauft werden, der Preis ist allgemein bekannt, er kann schnell und einfach in Erfahrung gebracht werden.

Während also die Visibilität an öffentlichen, liquiden Märkten in aller Regel sehr gut ist, sieht es bei einem grossen Teil interessanter Investitionsmöglichkeiten ganz anders aus – sei es die eigene Immobilie, ein Privatkredit oder auch die Beteiligung an privaten, nicht an einer Börse kotierten Unternehmungen. Das Spektrum reicht dabei von einem leichten Schleier der Ungewissheit bis hin zu dickem Nebel. Nicht nur werden für solche Anlagen selten Preise ermittelt, meist ist man auch über eine sehr lange Zeit gebunden, ähnlich wie bei einer grossen Überfahrt.

Der Reiz von "privaten" Investitionen

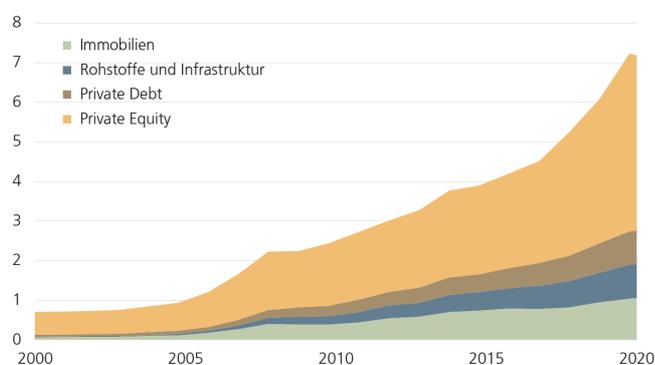
Auch wenn es den privaten, ausserbörslichen Handel von Immobilien, Unternehmensbeteiligungen, Schuldverschreibungen und ähnlichem schon immer gab, hat diese Art von Investitionen in den letzten Jahren einen enormen Zuspruch erlebt. Entsprechend hat sich eine florierende Industrie mit allen Arten von Finanzvehikeln für Anlagen in "Private Markets" entwickelt. Per Definition ist diese Industrie unübersichtlich, intransparent und sehr heterogen. Vor diesem Hintergrund versuchen Datenanbieter, etwas Licht ins Dunkel zu bringen.



Wie unsere Graphik zeigt, hat sich das Geschäft mit Private Markets seit dem Jahr 2000 bis heute mehr als verzehnfacht. Mit rund 60% ist das ausserbörsliche Eigenkapital ("Private Equity") der weitaus grösste Markt, gefolgt von Immobilien und Schuldverschreibungen ("Private Debt"). Gleichzeitig gilt, dass allein die globale Kapitalisierung der Aktienmärkte mit rund 90 Billionen US-Dollar über zwölf Mal grösser ist als das Gesamtvolumen der Private Markets, zumindest soweit diese messbar sind.

PRIVATMARKTANLAGEN, IN BILLIONEN US-DOLLAR

EINE WACHSENDE INDUSTRIE



Quelle: Prequin Ltd., eigene Darstellung.

Der Boom für "private" Investitionen wird in der Regel damit begründet, dass in diesen Märkten höhere Renditen winken. In der Tat zeigen Studien von Steven Kaplan (Universität Chicago) mit wechselnden Co-Autoren, dass etwa Private Equity die Renditen von Aktienmärkten übertreffen kann. So wird der amerikanische S&P 500 Index gemäss einer neueren Studie im Durchschnitt um rund 3%-Punkte pro Jahr geschlagen – nach Kosten. Allerdings ist bei Private Equity die Streuung der Renditen besonders hoch: Die Ergebnisse der Top 25% der Anlagen lagen deutlich über den Aktienmärkten, die schlechtesten 25% waren um ein Vielfaches schlechter. Und es dürfte alles andere als einfach sein, die Top-Performer im Vorhinein zu identifizieren. Die Hoffnung auf Renditen ist trotz dieses nur teilweise überzeugenden Befunds der wichtigste Treiber des rasanten Wachstums von Private Markets seit der Finanzkrise 2008. Der faktische Ausfall von wichtigen Anlageklassen wie Obligationen oder zinstragendem Cash tun ihr Übriges.

Immerhin gibt es für eine höhere Rendite von Privatmarktanlagen verschiedene gut nachvollziehbare Begründungen. Da ist einmal die sogenannte Liquiditätsprämie, die daraus entsteht, dass das Geld bei solchen Anlagen meist sehr langfristige gebunden ist. Somit können grössere Risiken eingegangen werden, die entsprechend – zumindest im Durchschnitt – höhere Renditen generieren sollten. Abseits der Hektik von Quartalsberichten und Börsenkursen ist eine langfristige Ausrichtung möglich, so dass Firmen auch Durststrecken überwinden können. Zudem wird argumentiert, dass eine direktere Kontrolle durch wenige, klar identifizierbare Eigentümer effizienter ist. In Firmen mit einer breit gestreuten, ständig wechselnden Eigentümerschaft muss viel Aufwand getrieben werden, damit Management und Mitarbeitende nicht ihre Eigeninteressen gegen das Wohl des Unternehmens verfolgen können. Ist das Eigentum dagegen über Privatmarktanlagen direkt und konzentriert organisiert, entstehen weniger Reibungsverluste – so zumindest die Theorie. Das gilt natürlich nur, wenn unternehmerische Eigentümer nicht wiederum durch eigeninteressierte Fondsmanager ersetzt werden, denen satte Gebühren und kurzfristiger Erfolg – im Zweifel mit Hilfe von viel Fremdkapital – wichtiger sind als gesunde Unternehmen.

Die Tücken einer langen Reise

Der Entscheid für eine Privatmarktanlage ist wie der Anfang einer langen Reise. Zu Beginn wird meist ein fixer Betrag gesprochen, der von den Managern des Investmentvehikels in einer oder mehreren Etappen abgerufen werden kann. Die Laufzeit liegt bei fünf bis zehn Jahren, seltener auch deutlich darüber. In dieser Zeit kann die Anlage nicht oder nur mit einem bedeutenden Abschlag verkauft werden. Der Vorteil ist, dass auf diese Art tatsächlich eine langfristige Bindung entsteht, der Nachteil, dass die Flexibilität praktisch komplett verloren geht.

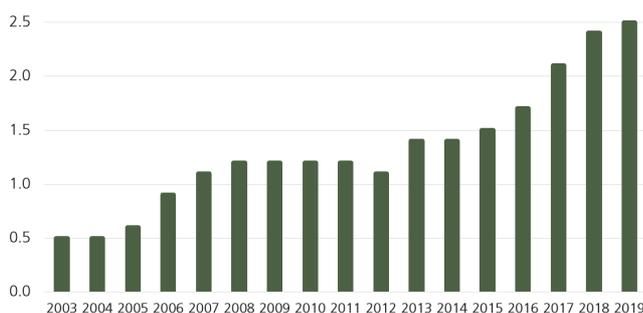
Der Wert von Privatmarktanlagen wird in regelmässigen Abständen ermittelt und kommuniziert, etwa ein Mal im Jahr oder quartalsweise. Es gibt aber auch Fälle, in denen über sehr lange Zeit einfach die Investitionssumme in den Büchern steht und der wahre Wert der Anlage eher im Bereich der



Ahnung als des Wissens zu finden ist. Prinzipiell muss das nicht immer ein Nachteil sein. So können ständig schwankende Preise an den Börsen zu teuren Fehlentscheidungen führen, angestachelt vom ständigen Spiel zwischen Angst und Gier. Schon Odysseus stopfte seinen Gefährten Wachs in die Ohren, damit sie die Sirenen nicht hören. All dies ist so lange in Ordnung, wie Anleger bewusst auf Visibilität verzichten, nicht ständig Äpfel (Privatmarktanlagen) mit Birnen (börsengehandelte Titel) vergleichen und, vor allem, kein Cash brauchen. Es ist auch so lange kein Problem, wie das Schiff auf Kurs ist und keine unerwarteten Ereignisse eintreten. Aber das ist in stürmischen Zeiten ja alles andere als sicher.

PRIVATMARKTANLAGEN NOCH IN CASH, BILLIARDEN USD

VIEL "TROCKENES PULVER"



Quelle: Bain & Company, Global Private Equity Report 2020, S.12. Zahlen für Private Markets insgesamt, basierend auf Prequin Ltd.

Entscheidend für den Erfolg von Privatmarktanlagen ist letztlich, ob genügend Investitionsprojekte gefunden werden, die die versprochenen Renditen auch liefern können. Der anhaltende Boom und die präzedenzlose Schaffung von immer mehr Liquidität durch die Zentralbanken geben hier zu Skepsis Anlass. So fällt auf, dass das gesprochene, aber noch nicht investierte Kapital in Private Markets in den letzten Jahren stark angestiegen ist. Wie unsere Grafik zeigt, ist immer mehr sogenanntes "trockenes Pulver" vorhanden. Zwar ist ein gewisses Volumen hier normal. Doch durch das Wachstum in den letzten Jahren drücken enorme Summen in den Markt, für die erst einmal lohnende Anlageziele gefunden werden müssen. Deshalb wäre es nicht erstaunlich, wenn einige Investoren in ein paar Jahren feststellen würden, dass sich hochgesteckte Ziele und schöne Zahlen in Luft aufgelöst haben.

Echtes Unternehmertum zählt

Anlegerinnen und Anleger, die Enttäuschungen mit Privatanlagen vermeiden wollen, sollten nicht mit der Giesskanne arbeiten und genau wissen, was sie tun. Bei öffentlich gehandelten Titeln sorgen ein hochliquider Markt, ständige Preisfindung und intensive Regulierung für Transparenz und dienen zumindest teilweise als Schutz vor Missbrauch. Im Bereich der Privatmarktanlagen müssen geringere Transparenz und Kontrolle durch Know-How, hohe Aufmerksamkeit, persönliches Engagement und die Bereitschaft, auch Verluste einzustecken, ersetzt werden. In einer relativ jungen, boomenden Industrie mit zahllosen selbsterklärten Experten, die zu hohen Gebühren Gelder anlocken und auf Jahre festzurren, ist es alles andere als einfach, jene zu identifizieren, die erfolgreich sein werden. Gute Verkäufer sind noch lange keine guten Unternehmer. Und bei Privatmarktanlagen ist echtes Unternehmertum gefragt, Leidenschaft für die Sache – sei es Immobilien, E-Commerce, Biotechnologie, Infrastruktur, Wald oder sonst ein Thema in dieser höchst heterogenen Welt. Und, auch das sei gesagt: Echtes Unternehmertum lässt sich nicht einfach delegieren.

Vieles spricht also dafür, dass Investitionen in Private Markets etwas für unternehmerische Anleger ist, die über genügend Mittel und den Atem verfügen, um längere Durststrecken durchzustehen, ohne auf Liquidität angewiesen zu sein. Zwar gibt es Bestrebungen, aus wenig liquiden Privatmarktanlagen liquide Investmentvehikel zu machen. Doch die Kosten dafür sind derzeit noch hoch und es wird wohl noch eine Menge Fortschritt bei Technologie (Blockchain!) und Regulierung geben müssen, bis darauf wirklich Verlass sein kann, gerade auch in ausserordentlichen Situationen. Bis dahin aber bleiben Anlagen in Private Markets grosse Überfahrten, bei denen so mancher Abenteurer nicht an seinem Ziel ankommen wird. Nur wer gut vorbereitet ist, sollte sich auf eine solche Reise begeben. Wie bei Asterix und Obelix braucht es – erst recht ohne Zaubertrank – viel Kraft, Intelligenz und Ausdauer, um am Ende das Ziel zu erreichen, allen Widrigkeiten zum Trotz.

—

IA, 30.09.2020



ZOMBIE BANKING IST REALITÄT

Eine nahe Verwandte wollte von einer Bank im europäischen Ausland eine telefonische Auskunft über ein Guthaben, das dort aus Erbchaftsgründen noch liegt. Sie versuchte, ihre Kundenbetreuerin zu erreichen, landete jedoch in einem Call Center. „Ihr Gespräch wird zu Ausbildungszwecken aufgezeichnet“, schnarrte eine künstliche Stimme. Und: „Stellen Sie nach dem Piepston schon einmal Ihre Fragen.“ Das ist nun doch ziemlich anmassend, fand die Kundin, und sagte nur, sie wolle ihre Beraterin sprechen. Doch sie landete bei einem jungen Herrn, wohl ein Auszubildender, der ohne viele Grussworte grad zum Kern seiner Bedürfnisse vorsties, nämlich der Identifikation der Kundin. „Ihre Code-Nummer?“ Keine Ahnung, was ist denn das? „Ihr Geburtsdatum, Vorname, Ledigensname?“ Es gebe sie als Kundin im System nicht, leider könne er deshalb nicht weiterverbinden. Ob er denn einen Vorgesetzten habe, versuchte sich meine Anverwandte zu wehren. Dorthin dürfe er auch nicht verbinden, denn er sei nur für Kunden zuständig. Da er sie nicht im System finde, sei sie aber Nichtkundin.

Aus einstmalen stolzen, kundenfreundlichen Geschäftsbanken sind halbstaatliche Bürokratiemonster geworden.

Irgendwie gelang es der verzweifelten Kundin doch noch, ihre Beraterin zu einem Rückruf zu veranlassen, und alles wurde nach einer geschlagenen kafkaesken Stunde gut. Die zwei Damen konnten einen Termin vereinbaren. Wunder über Wunder. „Aber was, wenn ich wegen eines Staus zu spät bin? Wie kann ich Sie erreichen?“ „Ach, leider, leider nur über die Zentrale - wir dürfen aus Gründen des Konsumentenschutzes unsere eigene Nummer nicht mehr zur Verfügung stellen.“

Soweit haben wir es gebracht mit unseren einst stolzen, kundenfreundlichen Geschäftsbanken: Sie sind halbstaatliche Bürokratiemonster geworden. Jeder Pieps von Kunden und Beratern muss, angeblich zur besseren Geschäftsabwicklung, aufgezeichnet

werden. Unter Kostendruck rationalisiert man die Prozesse so, dass Robo-Adviser geradezu eine Wohltat wären. Die Kunden wenden sich ab und benützen, wenn es einigermassen geht, nur noch E-Banking-Tools, was vermutlich auch beabsichtigt ist. Das Personal wird laufend ausgedünnt und ist ohnehin todunglücklich, denn man hat ihm das Lebenselixier geraubt: den direkten Kundenkontakt. Und das alles unter dem Titel des Konsumentenschutzes! Die Welt ist verrückt geworden.

Wen wundert's, dass die Banken, namentlich im MiFid-gesegneten Europa, dysfunktional geworden sind. Wenn schon die Frage nach einem Konto kaum durchs Bürokratiemonster dringt, wie soll das dann dem Kreditbegehren eines KMU-Betriebs gelingen? Bekanntlich liegen die Zahlen der europäischen Banken am Boden; die EZB ist gezwungen, Liquidität auf ungewohnten und wohl auch gefährlichen Wegen in die Wirtschaft zu pumpen. Doch niemand aus meinem ehemaligen Berufsstand spricht darüber, dass das Aufkommen von Zombie-Instituten eventuell, ganz eventuell, auch an der Überregulierung liegen könnte. Derweil gibt man sich mit Banken zufrieden, die ihre Gewinne aus angeblich risikoarmen, durch billiges Notenbankgeld finanzierte Staatsanleihen beziehen. De facto sind wir nicht weit weg von einem staatskapitalistischen System; der ehemalige Ostblock hätte somit schleichend Einzug im freien Westen gehalten. Ein Reverse Take-Over, sozusagen.

Die Strategie einer Bank wie der unseren ist unter solchen Umständen klar: Die Nutzung von stabilen Technologie-Plattformen zur Auslagerung von teuren Backoffice-Funktionen und Konzentration auf das Kundengeschäft, in dem man die Dinge ganz anders macht als alle anderen. Wetten, bei uns ist ein Termin in einer Minute vereinbart? Wetten, dass wir uns dafür dann Zeit fürs Gespräch lassen, und dass im Hintergrund kein Ticker läuft, der die Beraterproduktivität misst? In diesem Sinne ist es heute einfach geworden, ein guter Banker zu sein.

—

KH, 30.09.2020

