

## Freeriding und private Märkte

Nachdem wir im letzten Timeout Analogien zwischen klassischem Skirennensport und der Wahl aktiver Aktienmanager erörtert haben, fokussieren wir diesmal auf private Märkte. Wir bewegen uns dort ausserhalb vorgezeichneter Pisten und offiziellen Zeitmessungen, d.h. unabhängig von öffentlichen Preisinformationen und replizierbaren Portfolios. Dies verunmöglicht passive Anlagen im Privatmarktbereich und erschwert die Leistungsbeurteilung von Managern und Fonds. Dafür bietet es zusätzliche Renditechancen für Anleger, die sich der Herausforderung des Freeridings stellen.

### Von der Abfahrt zum Freeriding

Wir haben im letzten Timeout beschrieben, weshalb die Frage, auf welchen Manager man setzt, wichtiger ist, als die Frage wie effizient ein Aktienmarkt erscheint. So wie man bei Wetten auf den Sieger eines Skirennens mehr auf die startenden Skirennfahrer und weniger auf die Pistenverhältnisse und das Wetter achten sollte. Dieses Mal wagen wir uns in ein Gebiet vor, in dem wir uns seit Jahren bewegen und wohl fühlen. Daher weiten wir nun Analogien beim Skisport auf Privatmarktanlagen aus.

Das Investieren an nicht kotierten, privaten Märkten wie z.B. Private Equity und Private Debt erinnert uns eher an Freeriding, also das Ski- und/oder Snowboardfahren im freien Gelände, abseits markierter, kontrollierter Pisten und Routen. Im Gegensatz zum klassischen alpinen Skirennensport, wo lediglich die offiziell gemessene Zeit für die Klassierung und das Endergebnis zählt, werden beim Freeriding die Fahrer durch Richter bewertet, um den Sieger eines Wettbewerbs zu ermitteln. Bei Freeriding-Contests zählt weniger die Zeit, sondern diverse andere Bewertungskriterien wie beispielsweise die Schwierigkeit der gewählten Route, Fluss und Kontrolle der Fahrt, sowie die Technik und der «Wow»-Faktor beim Überwinden der (natürlichen) Hindernisse. (für mehr Infos zum Freeriding siehe: <https://prime-skiing.de/storytime-die-freeride-world-tour-pid35322/>).

### Keine öffentlichen Marktpreise an Privatmärkten

Private Equity- oder Private Debt-Transaktionen finden nicht an regulierten Börsen, sondern in bilateralem (privaten) Rahmen statt, eben ausserhalb präparierter und kontrollierter Pisten. Das klingt auf den ersten Blick trivial, bringt aber relevante Konsequenzen mit sich: Vertragsparteien sind bei Privatmarkt-Transaktionen nicht verpflichtet, Preisinformationen oder ihre Vertragsbedingungen (z.B. Leverage) zu veröffentlichen. Das erschwert die Analyse von einzelnen Deals erheblich. Aussagekräftige Kennzahlen sind in der Regel erst nach

der Realisation bzw. nach Ende der Laufzeit verfügbar. Analog funktioniert es im Freeriding: Während bei klassischen, alpinen Skirennen die gefahrene Zeit laufend angezeigt wird, sehen Zuschauer im Freeriding erst am Ende einer Fahrt, wie die Richter diese bewertet haben. Zudem zählt im Freeriding neben der eigentlichen Zeit vielmehr die Routenwahl und der Style der Fahrt, sprich gezeigte Tricks und Technik. Den besten Freerider zu ermitteln, ist also wesentlich komplexer als im alpinen Skisport, wo schlichtweg der schnellste Fahrer gewinnt.

Wer jetzt auf die Idee kommt, er könne sich selber an einer 4-Sterne-Abfahrt der Freeriding-Stars versuchen, dem sei ein Blick in Verbier vom Mont Fort auf die Rückseite des Berges hinunter in die Tiefe zwischen Eis und Felsen hindurch empfohlen. Fahrerisches Talent, Kondition, Erfahrung und vor allem eine seriöse Vorbereitung sind nötig, um eine solche Fahrt heil zu überstehen. Und nur wer entweder selbst im Freeriding-Sport aktiv war oder bereits unzählige Fahrten von Legenden wie Loïc Collomb-Patton und seinen wilden Konkurrenten mitverfolgte, verfügt über eine ausreichende Basis für fundierte Einschätzungen. Gleiches gilt für die Richter, um kompetente Wertungen abgeben zu können. Analog sind für eine faire und ökonomisch solide Beurteilung von Privatmarktanlagen und Managern umfangreiche Vergleiche von Rendite-Risiko-Massen, Transaktionsdaten, Strategien und vor allem Leistungen von Konkurrenten heranzuziehen. Solche Daten zu beschaffen und auszuwerten, ist mit beträchtlichem Aufwand verbunden und erfordert einiges an fachspezifischem Knowhow.

### Freie Routenwahl ist mit höheren Risiken verbunden

Freeridern steht die Wahl der Route am Berg offen. Die Fahrer müssen sich daher bereits vor der Abfahrt gut überlegen, welche Route sie absolvieren wollen, um ihre «Skills» so spektakulär wie möglich zu demonstrieren, ohne unkontrollierbare Risiken einzugehen. Wer vor dem Wettkampf den Sieger prognostizieren will, muss hoffen, dass sein Favorit eine vorteilhafte Route wählt. Weiter muss er gute Nerven haben, wenn sich die gewählte Route seines Fahrers als ungünstig erweist. Man kann nicht mehr zurück und nur noch hoffen, dass es am Ende gut ausgeht bzw. vor allem unfallfrei zu Ende geht.

Ähnlich ist es bei Privatmarktanlagen, wo Anleger Geld einem Manager zur Verfügung stellen, ohne im Voraus zu wissen, welche Investitionen dann effektiv im Portfolio getätigt werden. Bei gewissen Strategien wie z.B. der Finanzierung von Startups (Venture Capital) ist ex-ante vermutlich nicht einmal klar, welche Innovationen und Technologien im Vordergrund stehen werden. Natürlich gibt es Anhaltspunkte in Form von Strategiebeschrei-

bungen und früheren Vintages, inklusive historischen Track Records. Das Endresultat ist aber schwieriger vorauszusagen als bei kotierten Aktien bzw. des aktiven Managements von kotierten Aktien, wo die fahrbaren Routen bestimmter Austragungsorte mit ihren einzigartigen Bergen wesentlich klarer vorgegeben sind.

Da man per Definition illiquide Privatmarktanlagen nicht von heute auf morgen zu attraktiven Preisen veräussern kann, ist die sorgfältige Selektion von Privatmarktfonds vor der Investition somit entscheidend für den Erfolg, und im Gegensatz den traditionellen, liquiden Aktien- oder Anleihenmärkten für Jahre nicht mehr korrigierbar.

### Keine Möglichkeit für Trittbrettfahrer

Man kann das Portfolio eines Closed-End Fonds nicht nachbilden, weil die Anlagen im Fonds, seien es private Aktien, direkt vergebene Kredite oder Infrastruktur, nicht öffentlich gehandelt werden. Das steht im Gegensatz zu aktiven oder passiven Aktienfonds, deren Portfolios man theoretisch selbst replizieren oder dies kostengünstig an passive Manager und deren Vehikel delegieren kann.

Bei den verfügbaren Privatmarkt-Indizes handelt es sich meistens um Peersgroups. D.h. Gruppen von Fonds, deren Manager gewisse Rendite-Risiko-Masse freiwillig und zeitlich verzögert an Datenbanken rapportieren, die daraus Durchschnitte und andere Kennzahlen für ihre Indizes berechnen. Wie aussagekräftig die Daten sind, hängt davon ab, welche Manager mitmachen und welche Daten sie liefern. Auch im Freeride-Zirkus sind die Teilnahmen an Wettkämpfen freiwillig, wobei ein Anreiz besteht, an den grössten Wettbewerben und härtesten Abfahrten teilzunehmen und gegen die Konkurrenz zu gewinnen. Es gibt unseres Wissens nach keine passiven Anlagen im Privatmarktbereich, die Indizes replizieren und für Anleger investierbar machen, allein schon wegen der closed-end-Struktur vieler Privatmarktfonds. Zudem will ja kein Investor mit dem Durchschnitt der Manager investieren, sondern nur mit dem Top Quartil.

Ein Blick auf Kennzahlen von börsennotierten Vehikeln, die Privatmarktanlagen halten zeigt, dass häufig weder historische Renditen noch Diversifikationsmerkmale den institutionellen Zielen und Anforderungen an «echte» Privatmarktanlagen genügen. Wer im institutionellen Stil in Private Equity und Debt, Immobilien oder Infrastruktur investieren will, muss also den Wettbewerb annehmen. Entweder bewältigt er den Berg selbst, wovon wir selbst geübten Fahrern abraten (auch hinsichtlich der BVV2-Vorgaben bzgl. der Umsetzung alternativer Anlagen für Pensionskassen via diversifizierte Kollektivanlagen), oder er sorgt für die sorgfältige Auswahl, Überwachung und den Zugang zu den besten Freeridern (Managern).

### Illiquid heisst nicht ineffizient

An privaten Märkten stellt sich die «Effizienz-Frage» gar nicht, weil es keinen liquiden Markt gibt und auch keine Arbitrageure neue Informationen durch aktiven Handel in die Preise einfliessen lassen. Ein PE-Manager kauft ein Unternehmen, bringt es auf Vordermann und verkauft es einige Jahre später (mit Gewinn) an einen strategischen Partner via IPO an der Börse. Ein Private Debt Manager vergibt Fremdkapital in Form eines besicherten, variabel verzinsten Kredits, schöpft damit über Jahre eine Risikoprämie ab, und erhält am Ende der Laufzeit sein Geld zu par zurück. Die Preisfindung erfolgt bilateral zwischen Käufer und Verkäufer (bzw. zwischen Kreditgeber und Schuldner), wodurch weder Volatilität noch Nervosität bei einer involvierten Partei entstehen. Soweit jedenfalls die Theorie und die Versprechen.

Das heisst nun keinesfalls, dass an den privaten Märkten kein Wettbewerb herrschen würde, ganz im Gegenteil: Der Zugang zu den besten Deals und den besten Managern ist hart umkämpft und nicht für jeden Anleger möglich. Es ist ausserdem viel Vorarbeit inklusive einer umfassenden, auf allen verfügbaren Daten basierenden Analyse nötig, um gute Deals und Fonds von schlechten zu unterscheiden. Auch das Netzwerk für die Identifikation guter Geschäfte ist für Manager von Privatmarktfonds essenziell. Anders als beim Freeriding locken dafür nicht nur Adrenalinstösse und Ehre, sondern auch hohe Erträge, was den Wettbewerb natürlich noch weiter intensiviert.

Dies bringt uns auf die Problematik der asymmetrischen Information bei Privatmarktanlagen, denn die Manager der Fonds wissen in der Regel mehr über ihre Deals und Bewertungen als die Investoren. Wie man Zitronen vermeidet und selbst nicht als solche abgestempelt wird, sprengt Timeout-Rahmen. Wir halten nur fest, dass die Beurteilung von Privatmarktanlagen für Laien schwierig ist und sich deshalb guter externer Rat besonders lohnt.

### Faszination, aber auch Respekt

Uns faszinieren Freeriding und Privatmarktanlagen. Die Leistungen der Topcracks beeindrucken und verdienen grossen Respekt, weil zahlreiche verschiedene Anforderungen zu lösen sind und man sich immer wieder gegen harte Konkurrenz durchsetzen muss. Für Zuschauer und unvollständig informierte Investoren ist die Leistungsbeurteilung aber viel schwieriger als bei den klassischen Skirennen bzw. den traditionellen Aktienmärkten. Insbesondere wenn sie nicht nur absolut, sondern risikoadjustiert erfolgen soll. Es lohnt sich deshalb noch viel mehr als bei traditionellen Anlagen, externen Rat und professionelle Unterstützung einzuholen, bevor man sich ein in Abenteuer stürzt, bei dem es kein Zurück mehr gibt.