

## Gedanken zur Komplexitätsprämie

Viele Manager von Anlageprodukten für Privatmarktanlagen wie Private Equity, -Debt oder Infrastruktur betonen, dass sie neben klassischen Prämien für das Anlagerisiko oder die Illiquidität noch eine zusätzliche Prämie abschöpfen: eine sogenannte Komplexitätsprämie. Im Timeout teilen wir Gedanken dazu und erörtern, weshalb die Komplexität von Anlagen für uns titelspezifische Risiken bzw. aktive Alphawetten darstellen und keine leicht abschöpfbaren Risikoprämien.

### Einführung

Um höhere Renditen als den risikofreien Zins zu erzielen, sind Risiken in Kauf zu nehmen. Die Frage lautet welche. Naja, vermutlich solche, die in Zukunft gut entschädigt werden, aber leider wissen wir heute nicht mit Sicherheit, welche das sein werden. Finanzmarkt-Theorie und Erfahrung helfen uns, realistische Erwartungen zu bilden und Enttäuschungen vorzubeugen. Wir erörtern unsere Gedanken in diesem Timeout anhand der sogenannten Komplexitätsprämie, die heute oft im Zusammenhang mit Privatmarktanlagen, insbesondere Private Debt und Infrastructure Debt in Aussicht gestellt wird.

### These der Komplexitätsprämie

Die Komplexitätsprämie wird Investoren als zusätzliche Quelle für Mehrrendite verkauft, die nur ausserordentlich fähige Manager abschöpfen können. Ihre These besagt, dass Manager mit weniger Spezial-Knowhow und Kapazität von komplexen Deals absehen müssen, weil sie diese nicht verstehen oder der Gegenpartei keine passende Lösung anbieten können. Die wenigen Manager, die fähig sind, solche komplexen Transaktionen durchzuführen, können für ihren fast einzigartigen Service einen hohen Preis (sprich Prämien) fordern. Das wirkt auf den ersten Blick plausibel und ist in gewissen Fällen auch realistisch. Nur handelt es sich bei der These eher um ein Argument für das Alpha-Potenzial eines Managers und nicht um eine *systematisch* abschöpfbare Risikoprämie.

### Die Sicht des Managers

Natürlich ist es aus Sicht eines Managers legitim, von komplexeren Anlageopportunitäten höhere Renditen zu fordern. Erstens weil für die Beurteilung solch komplexer Anlagen mehr Zeit und Ressourcen notwendig sind, was den Aufwand erhöht und sich daher für einen Manager nur lohnt, wenn sein erwarteter Ertrag höher ausfällt. Zweitens, weil die Marktpreise das von Marktteilnehmern unterstellte Risiko einer Anlage bereits reflektieren. Es wirkt realistisch, dass komplexe Anlageopportunitäten

zu tieferen Preisen (bzw. höheren erwarteten Renditen) gehandelt werden, weil Marktteilnehmer für dieses hohe Risiko adäquat entschädigt werden wollen. Drittens, weil die wahren Risiken von Anlagen im Voraus nur schwer einschätzbar sind und sich gerade bei komplexen Anlagen unterschiedlich manifestieren können.

Nur erkennen wir in der Komplexität gewisser Anlagen keine unabhängige und systematische Risikoprämie, die man als Anleger regelbasiert abschöpfen könnte. Es handelt sich unserer Ansicht nach vielmehr um titelspezifische Risiken, die per Definition nicht systematisch entschädigt werden. In der Eigenwahrnehmung eines Managers erscheint es nachvollziehbar anzunehmen, man verfüge über mehr Knowhow und Erfahrung als die meisten Konkurrenten, was einem erlaube, komplexere Transaktionen mit einer höheren erwarteten Rendite durchzuführen. Wechseln wir nun aber die Perspektive, entdecken wir andere Standpunkte. Wir beginnen mit der akademisch-theoretischen Sicht und fahren mit praktischen Perspektiven involvierter Parteien fort.

### Akademische Gedanken

Das Capital Asset Pricing Modell (CAPM) aus den 60ern postuliert, dass nur systematische Risiken über die lange Frist entschädigt werden. Als systematische Risiken bezeichnet man solche, die sich nicht wegdiversifizieren lassen. Prämien für systematische Risiken werden oft «Beta» genannt, weil sie den erklärenden Beta-Faktor in einer linearen Rendite-Regression repräsentieren. Die Ergänzung zum Beta ist das berühmte Alpha, das für den «nicht-erklärbaren» Teil der Rendite steht und titelspezifisches Risiko darstellt. Das Aktienmarkt-Beta von Einzeltiteln ist nicht immer genau 1.0, sondern variiert signifikant, weil es riskantere und weniger riskante Titel gibt. Einige reagieren stärker auf Marktentwicklungen (High Beta) und andere sind weniger volatil (Low Beta).

Anfangs der 1990er etablierte sich die Idee, wonach nicht nur Aktienmarktbeta, sondern noch weitere Betas mit zusätzlichen Renditen entschädigt werden. Bekannt sind Value, Small Cap, oder Quality Faktoren sowie die entsprechenden 3-4-5-X-Faktor-Modelle. An der Stelle sei bemerkt, dass ausgewiesene Alphas per Definition von den gewählten Betas im Risikomodell abhängen! Im Timeout Nr. 75 erörterten wir bereits die Entwicklung hunderter weiterer (vermeintlich entschädigter) Betas. Seit Kurzem wird oft ein neuer Beta-Faktor von vielen Manager ins Feld geführt: Die Komplexitätsprämie.

### Komplexität ist immer subjektiv

Nimmt man eine persönlich, menschliche Perspektive ein, erkennen wir, dass Komplexität stets ein subjektives

Phänomen darstellt. Je umfangreicher die Ausbildung und die praktische Erfahrung, desto geringer fühlt sich die Komplexität an. Es spielt keine Rolle, ob es ums Ausfüllen der Steuerunterlagen, Klavierspielen oder den Drall der einhändig geschlagenen Rückhand beim Tennis geht. Praktisch alles im Leben können wir Menschen mit mehr Übung, Erfahrung und Interesse besser meistern als ohne. Ob eine Finanztransaktion also komplex ist oder nicht, liegt (wie die Schönheit) im Auge des Betrachters. Vielleicht ist eine bestimmte Anlage nur für Junior-Analysten oder Generalisten komplex, nicht aber für Spezialisten mit jahrelanger Erfahrung. Wenn dem so ist, so lautet die Konklusion für uns, dass man als sorgfältiger Investor nur erfahrene und spezialisierte Manager auswählen sollte, welche die fundierte Beurteilung komplexer Transaktionen selber vornehmen. Aus diesem Blickwinkel gibt es keine Komplexitätsprämie, sondern lediglich bessere und schlechtere Manager.

Wenn Komplexität eine echte Beta-Prämie wäre, so müsste sie für alle Anleger gleichermassen identifizierbar und abschöpfbar sein, unabhängig von Erfahrung und Ausbildung. Andere Prämien und Faktoren wie z.B. Small Cap zeichnen sich nämlich gerade dadurch aus, dass jeder Anleger versteht, dass eine Small Cap Strategie auf Titel mit tiefer Marktkapitalisierung setzt. Und nicht zuletzt hätte ein Manager im Umkehrschluss einen Anreiz, jede Situation so kompliziert wie möglich zu gestalten, um die erwartete Rendite anhand der Komplexitätsprämie zu erhöhen. Im Gegensatz zu einigen Kollegas aus anderen Disziplinen beobachten wir jedoch beim Grossteil der uns bekannter Manager kein solches Verhalten.

### Die Sicht des CFOs

Aus Sicht des Kapitalnehmers besteht das Ziel darin, möglichst günstig an Kapital zu gelangen, sowohl was das Eigen- als auch das Fremdkapital betrifft. Kein CFO einer Firma hat einen Anreiz, seine Situation komplexer darzustellen als nötig und damit die Kapitalkosten zu erhöhen. Selbstverständlich sind nicht alle Transaktionen gleich (einige sind gewiss komplexer als andere), aber aus Sicht des Kapitalnehmers besteht immer ein Anreiz die Komplexität zu reduzieren, um die Kosten für das Kapital nicht unnötig zu erhöhen. Aus dieser Perspektive könnte der Kapitalgeber dem Kapitalnehmer auch nie die gleiche Story wie den Investoren erzählen, weil der involvierte CFO sicher aktiv versuchen würde, diese unterstellte Komplexität zu reduzieren. Hinzu kommt, dass ein gewiefter CFO nicht nur mit einem Kapitalgeber sprechen wird, sondern versucht ein kompetitives Umfeld zu schaffen, wo verschiedene Kapitalgeber um die Transaktion buhlen.

Wenn er einen Investor findet, der die Situation weniger komplex einschätzt, verbessert der CFO seine Ausgangslage also.

### Komplexität als Teil der ökonomischen Risiken

Es stellt sich die Frage, ob überhaupt ein Unterschied zwischen den ökonomischen Anlagerisiken und der Komplexität einer Anlage vorliegt. Wenn die Anlage komplex ist, scheint es doch plausibel, dass damit höhere (nicht diversifizierbare) titelspezifische Risiken einhergehen. Bspw. steigt wohl die Gefahr, relevante Risiken der Anlage aufgrund ihrer Komplexität zu übersehen oder falsch einzuschätzen. Aus diesem Blickwinkel wirkt die vorgebrachte Komplexitätsprämie wie ein Versuch, das ökonomische Risiko der Anlage herunterzuspielen und Anlegern zu suggerieren, das Renditepotenzial sei «nur» wegen der Komplexität so hoch und nicht wegen des eigentlichen Anlagerisikos.

Noch genauer schauen wir hin, wenn Manager uns versichern, sie seien die einzigen auf der Welt, die solch komplexe Transaktionen durchführen könnten, weshalb auch ihr Renditepotenzial einzigartig hoch sei. Uns scheint es plausibler, dass diese Manager einfach die einzigen im Markt sind, die das Risiko einer Transaktion akzeptieren. Das wiederum passt zum Ziel eines CFOs, seine Finanzierung im Wettbewerb zu präsentieren, um die für seine Firma beste Lösung auszuwählen.

### Eher Alpha als Beta

Obige Perspektiven zeigen, dass Komplexität subjektiv ist und von der individuellen Situation abhängt. Echte Risikoprämien lassen sich systematisch abschöpfen, bzw. entschädigen im Erwartungswert ein relativ homogenes ökonomisches Risiko. Titelspezifische Wetten tun das nicht. Sie gehen nur auf, wenn der Markt seine Einschätzung so ändert, wie vom Manager prognostiziert und sich der Preis in die entsprechende Richtung bewegt. Dabei ist nicht ausgeschlossen, dass ein Manager selbst für die Bewertungsanpassung sorgt. Dies kann z.B. über die erfolgreiche Restrukturierung einer überschuldeten Firma erfolgen, die sich dank der Hilfe des Managers wieder erholen und finanzieren kann.

Unser Fazit steht mit Einklang mit der Beobachtung, dass einige Manager mit komplexen Transaktionen gute Renditen erzielen. Nur liegt der Grund nicht in vermeintlichen Komplexitätsprämien, sondern darin, dass sie mutige aktive Entscheide fällen und dabei oft erhöhte Risiken eingehen. Sie nehmen mit anderen Worten titelspezifische Risiken in Kauf, welche sich in ihrer Erwartung auszahlen, sowohl für sie selbst als auch für Kunden. Deshalb ist stets hohe Sorgfalt bei komplexen Managerselktionen geboten.