

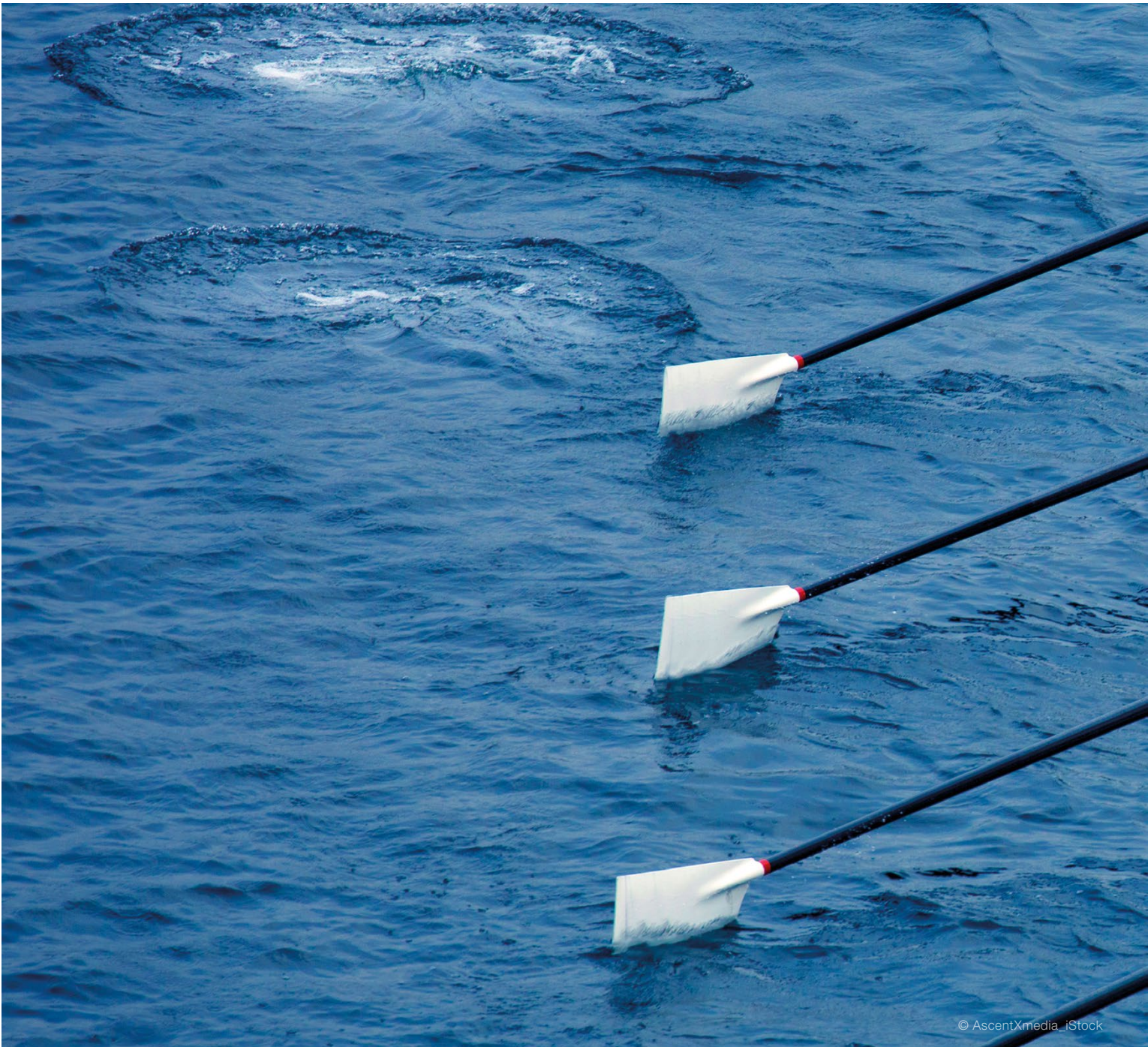
Absolutreport

Neue Perspektiven für
institutionelle Investoren

Beitrag in Ausgabe 03|2026

DR. MAMDOUH MEDHAT UND **MICHAEL HUBER** Dimensional Fund Advisors

Performancetreiber von Private-Market-Fonds



Performancetreiber von Private-Market-Fonds

Die Bewertung privater Kapitalanlagen stellt institutionelle Anleger vor besondere Herausforderungen. Anhand eines umfangreichen Datensatzes auf Basis einer Studie analysieren Dr. Mamdouh Medhat und Michael Huber von Dimensional Fund Advisors zentrale Aspekte der Performance privater Fonds und gehen der Frage nach, wie sich deren Ergebnisse im Vergleich zu öffentlichen Märkten und im Hinblick auf Diversifikation beurteilen lassen.



DR. MAMDOUH MEDHAT

Senior Researcher und Vice President
Dimensional Fund Advisors
London



MICHAEL HUBER

Director – Institutional Group
Dimensional Fund Advisors
München

Einleitung

In den vergangenen Jahren haben Private Markets bei institutionellen Anlegern stark an Bedeutung gewonnen und sich zu einem wesentlichen Bestandteil vieler strategischer Asset-Allokationen entwickelt. Getrieben wurde diese Entwicklung vor allem durch das Streben nach höheren Renditen, zusätzlichen Diversifikationseffekten und einer geringeren Abhängigkeit von der Volatilität der öffentlichen Kapitalmärkte. Entsprechend stark sind Allokationen in Private-Market-Fonds weltweit gestiegen.

Jüngste Erfahrungen zeichnen für viele Private-Markets-Investoren allerdings ein differenzierteres Bild. In einigen Fällen blieben die Ergebnisse hinter den Erwartungen zurück, was Fragen hinsichtlich der Planbarkeit der Wertentwicklung, der eingeschränkten Liquidität und der allgemeinen Rolle privater Märkte in institutionellen Portfolios aufwirft.

Diese Punkte begegnen uns regelmäßig in Gesprächen mit einigen der weltweit größten Kapitalanlegern. Ihr besonderes Interesse gilt dabei unserer forschungsbasierten Sicht auf die Rolle von Private Markets im Kontext eines ganzheitlichen Portfolios.

Während bereits eine umfangreiche wissenschaftliche und praxisorientierte Literatur zu Private Markets existiert, verfolgt unsere Analyse einen neuen, konsequent datenbasierten Ansatz. Im Fokus stehen die Renditeeigenschaften von Buyout-, Venture-Capital-, Private-Credit- und Immobilienfonds. Die Ergebnisse der Analyse sind in der Studie „Understanding Private Fund Performance“ dokumentiert, die auf SSRN veröffentlicht wurde. Untersucht wird die Nettoperformance von rund 6.000 Private-Market-Fonds im Zeitraum von 1980 bis 2022. Der Fokus liegt auf der Frage, inwieweit Public-Market-Strategien die Renditen privater Fonds erklären können – und ob sie bestehenden Private-Markets-Allokationen sinnvoll ergänzen oder verbessern können.

Ergebnisse der Analyse

Gemessen über die jeweilige Produktlebensdauer, zeigen die Ergebnisse der Studie zunächst eine sehr breite Streuung der Private-Markets-Fondsperformance. Gleichzeitig hängt die

relative Performance gegenüber Public Markets stark von der Wahl der Benchmark ab.

Private Fonds haben Anlegern insgesamt zwar gewisse Diversifikationsvorteile geboten, allerdings zeigt sich auch, dass bekannte Faktorprämien von Aktien und Anleihen seit der Einführung der Fair-Value-Bilanzierung im Jahr 2007 einen deutlich größeren Teil der Private-Fonds-Performance erklären können.

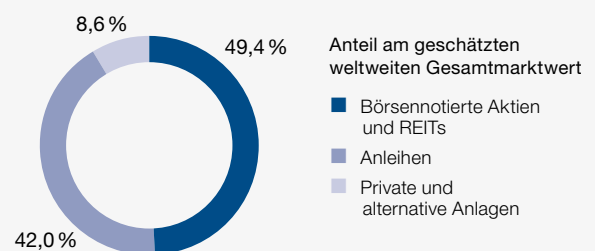
Letzteres deutet darauf hin, dass systematische oder faktorbasierte Aktien- und Anleihestrategien eine sinnvolle Ergänzung für bestehende Portfolios darstellen können. Für Anleger, die nicht in Private-Markets-Fonds investieren möchten oder dürfen, bieten sie eine mögliche Alternative.

Die Rolle privater und alternativer Anlagen im Investmentuniversum

Ein guter Ausgangspunkt, um die Rolle von Private Markets einzuordnen, kann eine ganzheitliche Betrachtung des gesamten investierbaren Universums über alle Anlageklassen hinweg sein; dabei ist zu berücksichtigen, dass viele private Unternehmen, Kredite und Projekte schlichtweg nicht investierbar sind.

Gemessen am gesamten investierbaren Marktwert zeigt **ABBILDUNG 1**, dass nur rund 9 % auf private und alternative Anlagen entfallen. Dies schließt Hedgefonds mit ein. Mit etwa

1 Zusammensetzung des investierbaren Anlageuniversums



Quellen: Dimensional, Daten von MSCI, Bloomberg, FTSE, Preqin,
Stand: 31. Dez. 2024

49 % nehmen börsengehandelte Aktien einen deutlich höheren Anteil ein, dicht gefolgt von Anleihen mit rund 42 %. Diese vereinfachte Sicht auf den investierbaren Gesamtmarkt kann institutionellen Anlegern als natürlicher Orientierungspunkt dienen, die Gewichtung einzelner Anlageklassen im Portfolio festzulegen.

Absolute Performance: Standard-Kennzahlen nicht ausreichend

Für Anleger ist es von entscheidender Bedeutung, das Risiko-Rendite-Profil von Private-Markets-Fonds zu verstehen. Doch schon die bloße Messung der Wertentwicklung privater Fonds ist anspruchsvoll, da die zugrunde liegenden Beteiligungen illiquide sind. Dasselbe gilt für den Vergleich der Wertentwicklung mit klassischen Aktien- und Anleihen-Benchmarks.

Die erste Spalte in **ABBILDUNG 2** zeigt die verwendeten absoluten Performance-Kennzahlen, die direkt aus den Daten des MSCI Private Capital Universe entnommen wurden, welches früher als Burgiss Manager Universe bekannt war.

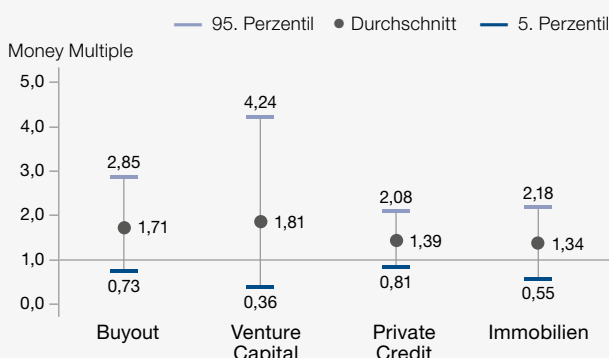
2 Absolute und relative Performance-Kennzahlen

	Absolut	Relativ
	Total Value to Paid-In Capital	Kaplan-Schoar Public Market Equivalent
Money Multiple	$TVPI_{0,t} = \frac{\sum_{s=0}^t DST_s + NAV_t}{\sum_{s=0}^t PIC_s}$ Ausschüttungen zzgl. des Restwerts im Verhältnis zu den Einzahlungen (auch bekannt als Multiple auf das investierte Kapital oder MOIC)	$KS\ PME_{0,t} = \frac{\sum_{s=0}^t DST_s \frac{B_t}{B_s} + NAV_t}{\sum_{s=0}^t PIC_s \frac{B_t}{B_s}}$ Benchmarkbereinigte Ausschüttungen zzgl. des Restwerts im Verhältnis zu den benchmarkbereinigten Einzahlungen

DST: Kapitalausschüttung PIC: eingezahltes Kapital NAV: Nettoinventarwert
B: Benchmark-Niveau

Quelle: Dimensional

3 Streuung des TVPI über die gesamte Fondslaufzeit nach Assetklassen in USD



Die Abbildung zeigt gewichtete Durchschnittswerte des TVPI. Die Mittelwertbildung erfolgt über Jahrgänge hinweg, wobei die Gewichtung anhand des inflationsbereinigten gesamten zugesagten Kapitals erfolgt. Die Daten sind vierteljährlich, enden mit dem Jahr 2022 und beginnen 1980 für Venture Capital, 1986 für Buyouts und 1993 für Private Credit und Immobilien.

Quelle: Dimensional

Eine zentrale Kennzahl ist der TVPI, der Total Value to Paid-In Capital. Er beschreibt das Verhältnis aus ausgeschüttetem Kapital plus verbleibendem Nettoinventarwert im Verhältnis zum eingezahlten Kapital. Vereinfacht gesagt: Ein TVPI von über 1 bedeutet, dass ein Fonds – unter Berücksichtigung des noch verbleibenden Werts – mehr Kapital zurückgegeben hat, als ursprünglich eingezahlt wurde. Ein Wert unter 1 bedeutet demnach, dass dies nicht der Fall war.

Wird die absolute Wertentwicklung auf Basis des TVPI gemessen, zeigt sich eine erhebliche Streuung der Gesamtperformance von Privat-Market-Fonds. Wie in **ABBILDUNG 3** ersichtlich, gilt dies für alle Assetklassen. Je nach Assetklasse liegt der durchschnittliche TVPI über die gesamte Fondslaufzeit zwischen etwa 1,34x und 1,81x nach Kosten. Die Spannweite ist jedoch groß: Am oberen Ende liegt das 95. Perzentil zwischen 2,08x und 4,24x, während das 5. Perzentil zwischen 0,81x und 0,36x liegt. Ähnliche Ergebnisse zeigen sich auch für den nur begrenzt aussagekräftigen internen Zinsfuß (IRR), welcher in der ausführlichen Studie ebenfalls untersucht wird.

Diese große Streuung der Ergebnisse verschärft das zentrale Problem der Managerauswahl. Denn im Gegensatz zu öffentlichen Märkten gibt es bei Private Markets keine Möglichkeit, einfach nur „den Markt“ zu halten. Anleger müssen hier stets Fondsmanager auswählen, selbst dann, wenn sie über Fund-of-Funds investieren.

Ein durchschnittlicher Buyout-Fonds mit einem TVPI von 1,71 wirkt auf den ersten Blick attraktiv. Doch der TVPI berücksichtigt nicht, wann Kapital ein- oder ausgezahlt wurde. Um zu beurteilen, ob ein privater Fonds tatsächlich eine Prämie gegenüber einer Public-Markets-Benchmark erzielt hat, nutzen wir deshalb das sogenannten Kaplan-Schoar Public Market Equivalent, kurz KS-PME. Hierbei handelt es sich um einen benchmarkbereinigten TVPI, bei dem Ausschüttungen und eingezahltes Kapital mit der Wertentwicklung der Benchmark multipliziert werden – zwischen dem Zeitpunkt des jeweiligen Cashflows und dem Zeitpunkt der Berechnung des KS-PME.

Intuitiv bedeutet ein KS-PME über 1, dass das Ergebnis eines Private-Markets-Fonds eine vergleichbare Investition in die Benchmark übertroffen hat, wobei sowohl Zeitpunkt als auch Höhe der Zahlungsströme berücksichtigt werden. Anders gesagt: Wenn ein Limited Partner (LP) Kapitalabrufe finanziert, indem er Positionen in der Benchmark verkauft, und Ausschüttungen wieder in die Benchmark reinvestiert, dann entspricht der KS-PME dem Wert der reinvestierten Ausschüttungen zuzüglich des Nettoinventarwerts (NAV) im Verhältnis zu den Opportunitätskosten der verkauften Positionen. Ein Multiple über 1 bedeutet, dass der Private-Markets-Fonds Ausschüttungen mit einer höheren Rate generiert hat als die Kosten der Finanzierung der Kapitalabrufe, d. h. der Fonds hat die Benchmark übertroffen. In der ausführlichen Studie werden die theoretischen Grundlagen des KS-PME sowie dessen positive Eigenschaft als risiko- und leverage-adjustierte Kennzahl zur relativen Performancemessung detailliert beschrieben.

ABBILDUNG 4 gibt einen Überblick des KS-PME für unterschiedliche Private-Markets-Bereiche und verschiedene Benchmarks. Die Ergebnisse belegen, dass die Wahl der

4 Durchschnittliches KS-PME nach Assetklasse und Benchmark in USD



Die Abbildung zeigt gewichtete Durchschnittswerte des KS-PME über alle Jahrgänge hinweg für die durchschnittliche Produktlebenszeit eines Fonds. Alle Cashflows und NAVs verstehen sich abzüglich Verwaltungs- und Performancegebühren.

Quelle: Dimensional

Benchmark von großer Bedeutung ist und einen erheblichen Einfluss hat. Am Beispiel von Buyout-Fonds ergibt sich gegenüber dem S&P 500 Index ein durchschnittliches KS-PME von 1,19, was zunächst vielversprechend erscheint. Allerdings ist der S&P 500 Index eine weitestgehend stilneutrale Benchmark. Dadurch hat er mit typischen Buyout-Portfolios nur begrenzt Gemeinsamkeiten, da diese meist weit davon entfernt sind, stilneutral zu sein.

Werden faktorbasierte Indizes als Benchmarks zugrunde gelegt, fällt das KS-PME deutlich niedriger aus. Der Wert von Buyout-Fonds reduziert sich langfristig auf etwa 1, wenn beispielsweise Small-Cap-Indizes mit Value- oder Growth-

Tilt verwendet werden. Das bedeutet, dass der durchschnittliche Buyout-Fonds über lange Zeiträume nach Kosten keinen klaren Mehrertrag gegenüber Small-Cap-Value- oder Small-Cap-Growth-Aktien erzielt.

Anleger sollten im Ergebnis nicht nur eine einzelne Benchmark betrachten, sondern nach Indizes Ausschau halten, die die tatsächlichen Opportunitätskosten realistisch widerspiegeln.

Diversifikationsvorteile

Da private Fonds entsprechend ihrer Definition nicht-börsennotierte Anlagen halten, erweitern sie grundsätzlich das Anlagespektrum. Sie können

daher echte Diversifikationsvorteile bieten, sofern ihre Renditen nicht perfekt mit den Renditen öffentlicher Aktien und Anleihen korrelieren.

Dieser Zusammenhang lässt sich mithilfe von Faktoregressionen bestimmen. Konkret wird dabei untersucht, in welchem Ausmaß bekannte Faktorprämien die aggregierten periodischen Renditen privater Fonds erklären können. Da periodische Private-Markets-Renditen teilweise die Bewertungen von Fondsmanagern für ihre bestehenden Investitionen widerspiegeln, weisen sie im Vergleich zu den Renditen börsennotierter Vermögenswerte tendenziell eine geringere Synchronität (Verzögerung/Lagging) und eine geringere

5 Zeitreihenregressionen der vierteljährlichen Renditen in USD

	Q4 1987–Q4 2007				Q1 2008–Q4 2022			
	(1) Rohdaten Lags 0	(2) Rohdaten Lags 0–3	(3) Rohdaten Lags 0–3	(4) Unglättet Lags 0–3	(5) Rohdaten Lags 0	(6) Rohdaten Lags 0–3	(7) Rohdaten Lags 0–3	(8) Unglättet Lags 0–3
Konstante (%/ Quartal)	3,84 (3,24)	3,11 (2,95)	3,20 (2,51)	3,04 (2,43)	1,53 (2,92)	0,75 (2,09)	0,31 (0,89)	0,19 (0,54)
$R_M - R_F$	0,14 (0,69)	0,51 (2,12)	0,49 (1,58)	0,56 (1,81)	0,45 (7,82)	0,77 (9,61)	0,79 (9,17)	0,78 (11,43)
SMB			0,19 (0,57)	0,30 (0,79)			0,16 (1,30)	0,29 (3,91)
HML			-0,12 (-0,35)	-0,20 (-0,59)			-0,14 (-1,34)	-0,32 (-2,06)
RMW			0,06 (0,12)	0,18 (0,36)			0,20 (1,62)	0,11 (1,42)
CMA			-0,14 (-0,31)	-0,17 (-0,35)			0,30 (1,87)	0,50 (1,94)
Bereinigtes R^2	0,7	10,1	13,8	15,1	73,2	85,7	84,6	79,8
Konfidenzintervall (Berein. R^2 , 95 %)	(-1,3; 19,5)	(-3,2; 17,8)	(-7,1; 37,4)	(-5,1; 39,7)	(58,6; 82,2)	(78,3; 89,9)	(78,3; 89,4)	(65,7; 81,0)
N (Quartale)	81	81	81	81	60	60	60	60
Freiheitsgrade	79	76	60	60	58	55	39	39

Die Abbildung zeigt Zeitreihenregressionen auf die vierteljährlichen Renditen der Fama- und French-Faktoren (2015) mit Newey-West-t-Statistiken für die Nullhypothese von Null in Klammern und Schätzungen mit $|t| \geq 2$ in Fettdruck. Die vierteljährlichen Faktor-Renditen sind die Differenzen zwischen den zusammengesetzten Renditen der Long- und Short-Positionen. Die Regressionen werden um Lags erweitert, indem die Koeffizienten der verzögerten Regressoren summiert werden, wobei die Anzahl der Lags auf der Grundlage der Signifikanz der Koeffizienten der verzögerten Aktienmarktprämien gewählt wird.

Quelle: Dimensional

Volatilität (Glättung/Smoothing) auf. Dies kann dazu führen, dass das tatsächlich bestehende Faktor-Exposure unterschätzt wird.

Nach Bereinigung um diese Verzerrungen kann festgestellt werden, dass die Erklärungskraft von Faktorprämien für alle Assetklassen zunimmt, insbesondere seit der Einführung der Fair-Value-Bilanzierung im Jahr 2007.

ABBILDUNG 5 zeigt Regressionen von aggregierten vierteljährlichen Buyout-Renditen (nach Abzug von Gebühren und des risikofreien Zinses) auf die Fama- und French-Faktoren (2015). Die Regressionsmodelle eins bis vier beziehen sich auf den Zeitraum bis einschließlich Q4 2007, während die Regressionsmodelle fünf bis acht die Zeit nach 2007 abbilden.

- ▶ Das erste Regressionsmodell (1) zeigt für das einfache Marktmodell bis Q4 2007 ein auffällig schwaches Ergebnis: Das geschätzte Aktienmarkt-Beta liegt lediglich bei 0,14 und ist statistisch nicht verlässlich ($t = 0,69$). Zugleich erklärt das Modell nur rund 0,7 % der Renditeschwankungen. Es bleibt also ein großer durchschnittlicher Renditeanteil unerklärt (3,84 % pro Quartal, $t = 3,24$).
- ▶ Das zweite Regressionsmodell (2) ergänzt drei Verzögerungen („Lags“) der Aktienmarktpremie. Wie in der Literatur üblich, bestimmen wir die Anzahl der Lags, indem wir schrittweise verzögerte Renditen hinzufügen, bis keine statistisch verlässlichen Koeffizienten mehr auftreten; dabei dürfen die zwischenzeitlichen Koeffizienten insignifikant sein. Addiert man die Koeffizienten, steigt das Beta auf 0,51 ($t = 2,12$). Dennoch bleibt die Erklärungskraft mit einem R^2 von lediglich 10 % begrenzt. Auch der unerklärte Renditeanteil bleibt weiterhin hoch und statistisch signifikant (3,11 % pro Quartal, $t = 2,95$).
- ▶ Das dritte Regressionsmodell (3) ergänzt zeitgleiche sowie verzögerte Renditen der übrigen Faktoren, wobei wir – entsprechend der Literatur – dieselbe Anzahl an Lags für alle Faktoren verwenden, also drei. Der zusätzliche Erkenntnisgewinn bleibt jedoch begrenzt, da die zusätzlichen Faktoren statistisch unzuverlässig sind.
- ▶ Im vierten Regressionsmodell (4) werden unglättete Renditen verwendet, die mit einem autoregressiven Modell – AR(1) – bestimmt wurden. Dadurch steigt das R^2 zwar auf rund 15 %, das Gesamtbild verändert sich jedoch kaum. Im Einklang mit unseren Ergebnissen bis Q4 2007 stellen Ewens et al. (2013) fest, dass Buyout-Fonds aggregiert ein Beta von 0,7 – 0,8, keine statistisch signifikanten Faktorausprägungen sowie eine erklärte Varianz von rund 35 % aufweisen.

Das relativ niedrige Beta von Buyout-Fonds erscheint überraschend, da Buyout-Investments üblicherweise mit Fremdkapitalhebel arbeiten. Allerdings ist dieses Ergebnis in der Fachliteratur gut dokumentiert und zeigt sich robust über verschiedene Datensätze und Methoden hinweg.

Für den Zeitraum nach 2007, also nachdem die Fair-Value-Bilanzierung eingeführt wurde, verändert sich das Bild erheblich. Die Regressionsmodelle (5) bis (8) zeigen einen deutlichen Anstieg der Erklärungskraft der Faktorprämien. Das einfache Marktmodell erklärt nun bereits rund 73 % der Renditeschwankungen, auch wenn das Beta mit 0,45 ($t = 7,82$) weiterhin vergleichsweise moderat bleibt. Gleichzeitig ver-

bleibt ein nennenswerter unerklärter Renditeanteil (1,53 % pro Quartal, $t = 2,92$).

Werden verzögerte Aktienmarktpremien berücksichtigt, steigt das Beta auf 0,77 ($t = 9,61$) und das R^2 erhöht sich auf rund 86 %. Der unerklärte Renditeanteil halbiert sich nahezu (0,75 % pro Quartal, $t = 2,09$). Werden zusätzlich weitere Faktoren einbezogen, verändert sich die Erklärungskraft nur geringfügig. Allerdings zeigen sich Hinweise auf positive, wenn auch teils statistisch insignifikante Faktorbeziehungen zum Profitabilitäts- und Investmentfaktor (t-Statistiken von 1,62 für RMW und 1,87 für CMA). Der unerklärte Renditeanteil sinkt dadurch weiter und ist statistisch nicht mehr belastbar (0,31 % pro Quartal, $t = 0,89$).

Unter Verwendung unglätteter Renditen fällt die erklärte Variation leicht auf rund 80 % zurück. Gleichzeitig sinkt aber auch der unerklärte Renditeanteil (0,19 % pro Quartal, $t = 0,54$). Zudem zeigen sich nun verlässlichere Faktorbeziehungen: ein positiver Zusammenhang mit dem Size-Faktor SMB, ein negativer Zusammenhang mit dem Value-Faktor HML sowie ein positiver, wenn auch weniger eindeutiger Zusammenhang mit dem Investment-Faktor CMA ($t = 1,94$).

Trotz der relativ hohen Erklärungskraft in dieser letzten Regression deutet das 95 %-Konfidenzintervall darauf hin, dass weiterhin 19 % bis 34 % der Renditeschwankungen nicht vollständig durch die bekannten Faktoren des Aktienmarkts erklärt werden können. Die höhere Erklärungskraft nach 2007 ist dabei nicht allein auf die Finanzkrisenjahre 2008 bis 2010 zurückzuführen, da der Ausschluss dieser Krisenjahre die Ergebnisse nicht wesentlich verändert.

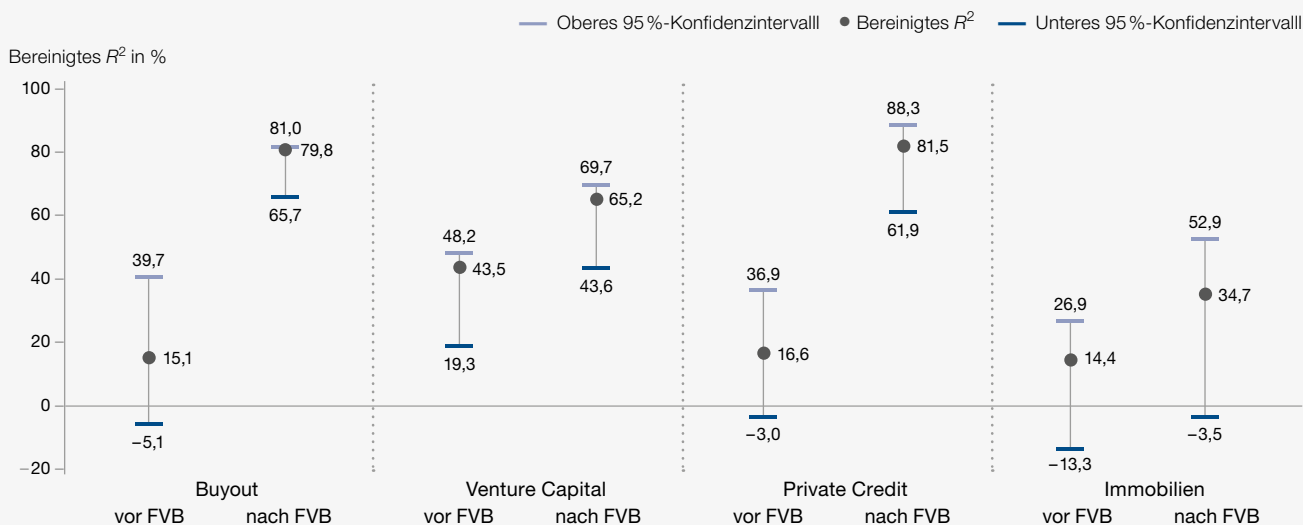
Zusammengefasst deutet vieles darauf hin, dass die früher beobachtete geringe Erklärungskraft von Faktorprämien vor allem mit der Zeit vor Einführung der Fair-Value-Bilanzierung zusammenhängt. Seit 2007 ist der Zusammenhang zwischen Buyout-Renditen und den bekannten Faktoren des Aktienmarkts deutlich stärker. Die Faktorbeziehungen sprechen für einen gewissen Gleichlauf mit eher kleineren Unternehmen, die zugleich hohe Bewertungen und eine niedrige Investitionstätigkeit aufweisen.

Dennoch bleibt ein Teil der Renditeschwankungen nicht vollständig erklärbar. Da Buyout-Fonds das Anlageuniversum öffentlicher Investoren erweitern, spricht dies dafür, dass sie auch in der jüngeren Vergangenheit noch relevante Diversifikationsvorteile bieten konnten.

Ähnliche Ergebnisse zeigen sich auch bei Venture Capital und Private Credit. In beiden Assetklassen besitzen öffentliche Marktfaktoren eine erhebliche Erklärungskraft für aggregierte Private-Fund-Renditen, insbesondere seit 2007.

ABBILDUNG 6 zeigt, welcher Anteil der Renditeschwankungen privater Fonds durch öffentliche Faktoren erklärt werden kann. Dargestellt ist das bereinigte R^2 einschließlich dessen 95 %-Konfidenzintervalls für Regressionen mit unglätteten Renditen und verzögerten Marktfaktoren. Je höher das R^2 , desto stärker ist der Zusammenhang zwischen privaten Fondsrenditen und öffentlichen Marktfaktoren. Für jede Anlageklasse werden zwei Zeiträume betrachtet: einmal die Phase bis Q4 2007, also vor der Einführung der Fair-Value-Bilanzierung (FVB), und einmal die Zeit ab Q1 2008.

6 Bereinigtes R^2 mit dem 95 %-Konfidenzintervall nach Assetklasse und Zeitraum



Die Regressionen beziehen sich auf aggregierte vierteljährliche Renditen privater Fonds (nach Abzug von Gebühren und des risikofreien Zinses) und setzen diese ins Verhältnis zu öffentlichen Marktfaktoren. Für Buyout- und Venture-Capital-Fonds verwenden wir das Fünf-Faktoren-Modell von Fama und French aus dem Jahr 2015. Für Private Credit nutzen wir ein Zwei-Faktor-Modell: erstens die Renditedifferenz zwischen Hochzins-Unternehmensanleihen und kurzfristigen US-Staatsanleihen, zweitens die Renditedifferenz zwischen lang- und kurzlaufenden Anleihen innerhalb des Hochzins-Unternehmensanleihemarkts. Für private Immobilienfonds verwenden wir ein Ein-Faktor-Modell: die Renditedifferenz zwischen REITs und einmonatigen US-Staatsanleihen. Die aggregierten vierteljährlichen Renditen privater Fonds sind gewichtete Durchschnitte über verschiedene Auflagejahrgänge hinweg, wobei die Gewichtung anhand des inflationsbereinigten gesamten zugesagten Kapitals erfolgt. Um zu verhindern, dass sehr junge Fonds die Ergebnisse unverhältnismäßig stark beeinflussen, werden Fondsjahrgänge ausgeschlossen, die jünger als ein Jahr sind. Die Stichprobe umfasst alle nordamerikanischen geschlossenen privaten Fonds aus dem Burgiss Manager Universe, die in USD berichten; Dachfonds sind ausgeschlossen. Die Daten liegen quartalsweise vor, enden im Jahr 2022 und beginnen für Venture Capital im Jahr 1980, für Buyout im Jahr 1986 sowie für Private Credit und Private Real Estate im Jahr 1993.

Quelle: Dimensional

Eine Anlageklasse sticht besonders hervor: Immobilien. Für private Immobilienfonds verwenden wir ein Marktmodell, bei dem ein REIT-Index als Vergleichsgröße dient. Die Ergebnisse zeigen, dass höchstens rund 53 % der Renditeschwankungen durch das Exposure zu börsennotierten Immobilienwerten erklärt werden können.

Damit bleibt die Erklärungskraft für Immobilien auch nach Einführung der Fair-Value-Bilanzierung begrenzt, selbst dann, wenn unglättete Renditen verwendet werden. Zwar waren die durchschnittlichen Renditen privater Immobilienfonds nach 2007 moderater, was zu einem erheblichen Teil mit den Krisenjahren zusammenhängt. Gleichzeitig deutet die vergleichsweise eigenständige Renditeentwicklung darauf hin, dass private Immobilienfonds weiterhin ein erhebliches Potenzial bieten, börsennotierte Immobilienanlagen zu diversifizieren.

Fazit

Insgesamt ist bei Private-Markets-Fonds seit der Einführung der Fair-Value-Bilanzierung ein deutlich höherer Zusammenhang der Performance mit bekannten Faktorprämien zu beobachten. Nichtsdestotrotz bleibt auch nach 2007 in allen betrachteten Anlageklassen ein relevanter Teil der Renditevariation unerklärt. Da nicht-börsennotierte Anlagen das zur Verfügung stehende Anlageuniversum erweitern, spricht dies dafür, dass private Fonds weiterhin substanzielle Diversifikationsvorteile bieten können.

Gleichzeitig dürfen Anleger die Herausforderungen nicht unterschätzen. Da Private Markets keine Möglichkeit bieten, einfach „den gesamten Markt“ zu kaufen, müssen Anleger die potenziellen Vorteile gegen die große Streuung der Ergebnisse einzelner privater Fonds sowie die Opportunitätskosten im Vergleich zu anderen Alternativen abwägen.

Insbesondere durch sorgfältig konzipierte, systematische Strategien können Anleger auf breit diversifizierte, kosteneffiziente und wertschöpfende Weise Zugang zum Aktien- und Anleihemarkt erhalten, ohne dabei einigen der Herausforderungen ausgesetzt zu sein, die mit Investitionen in Private Markets einhergehen. Dazu zählen beispielsweise eingeschränkte Transparenz und Liquidität sowie erhöhte Komplexität und Kosten.

Für Anleger, die ihre Private-Markets-Allokation überdenken oder weiterentwickeln möchten, kann es sinnvoll sein, systematische oder faktorbasierte Aktien- und Anleihestrategien in Betracht zu ziehen, um ihre bestehenden Allokationen zu optimieren oder zu ergänzen.

Absolutreport

Neue Perspektiven für
institutionelle Investoren



artikel

Stabilität im volatilen Umfeld: Multi-Asset-Fonds

AXEL DRWENSKI, SUSANNE SKUJAT | Helaba Invest

Solvency-II-Anleger: Collateralized Loan Obligations in der SAA

ALEXANDER LANIN | Lazard Asset Management
REDOUANE RAKI | SAA Forum Consulting

Planung und Steuerung von Private-Markets-Quoten im Kontext der SAA

MICHAEL KREIBICH, MICHAEL GROB, DR. ADRIAN PRESSE,
MAXIMILIAN BÖHM | Berenberg

Endowment-Portfolios jenseits der Normalverteilung

DR. TILL NEUBER | Maryland

Performancetreiber von Private-Market-Fonds

DR. MAMDOUH MEDHAT, MICHAEL HUBER | Dimensional Fund Advisors

Relative Value in Public- und Private-Credit-Portfolios

GREGORY PETERS, WOLFGANG SUSSBAUER | PGIM

AIFMD II und das deutsche Fondsgesetzpaket

DR. CHRISTIAN HISSNAUER, DANIEL W. ADOLPH | Gleiss Lutz



kommentare

Tim Ockenga

GDV – Gesamtverband der Deutschen
Versicherungswirtschaft e.V.

Denis Friess

Deka Investment

standpunkt

Daniel Kerbach

BayernInvest

Volatilität neu denken

drei fragen an

Michael Dittrich

Deutsche Bundesstiftung Umwelt
(DBU)

Herausforderungen bei nachhaltigen Kapitalanlagen