

# Rendite abseits der Börse

Anlegen ist mehr als kotierte Wertschriften – wer auf Liquidität verzichtet, kann mehr verdienen

WERNER GRUNDELEHNER

Liquidität ist die heilige Kuh der Anleger. Ist diese «Flüssigkeit» vorhanden, kann man seine Investments in brezligen Marktsituationen oder bei privaten Engpässen schnell zu Geld machen. Hat man jedoch einen ausreichenden Anteil in liquiden Vermögenswerten investiert, lohnt es sich, die weniger flüssigen Vermögenswerte auch anzuschauen. Diese locken nämlich mit einer Illiquiditätsprämie. Gerade im Niedrigzinsumfeld sind diese Prozentpunkte an zusätzlichem Ertrag höchst willkommen. Bei illiquiden Investments denken viele Anleger als Erstes an Immobilien und Private Equity, doch es gibt zahlreiche – noch wenig bekannte – Alternativen.

**Private Debt:** Immer öfter beziehen Unternehmen Kredite nicht mehr von Banken, sondern von spezialisierten Fonds. Diese Private-Debt-Fonds haben gegenüber den Banken die besseren Karten, weil die gesetzlichen Auflagen weniger streng sind. Im Jahr 2017 waren rund 700 Mrd. \$ in derartige Fonds angelegt, bis ins Jahr 2023 soll sich dieser Betrag verdoppeln, was im Vergleich mit dem Volumen von Bankkrediten immer noch sehr wenig ist. Private Debt ist eng mit Private Equity verbunden. Die grossen Private-Equity-Fonds weisen einen hohen Fremdfinanzierungsanteil auf. Rund 80% der Private-Debt-Volumen finanzieren derartige Fonds. In den vergangenen Jahren hat diese Finanzierungsform Bankdarlehen mehr und mehr abgelöst. Deshalb ist es kein Wunder, dass Private Debt mittlerweile einen Fünftel von Private Equity auf die Waage bringt. Viele Player im Private-Equity-Bereich mischen auch im Pri-

**Auch professionelle Investoren nehmen Crowdfunding mittlerweile als interessante Anlage wahr.**

ate-Debt-Markt mit. Die grossen Anbieter offerieren mehrere Fonds mit einem Volumen von je 5 Mrd. bis 8 Mrd. \$.

«Während Banken nur den Zins auf dem Darlehen einnehmen, fliessen bei Private Debt auch zusätzliche Erträge an den Fonds», sagt Pascal Böni, CEO von Remaco. Zu diesen Erträgen gehören etwa Erlöse aus Sekundärtransaktionen oder Payment-in-Kind-Erlöse (die Zinsen werden mit Finanzinstrumenten bezahlt). Remaco hat die Performance von 347 Private-Debt-Fonds in den Jahren 1986 bis 2015 analysiert. Im Durchschnitt haben die Fonds nach Abzug aller Kosten und Gebühren eine jährliche Rendite von 11% erwirtschaftet. Damit weist diese Anlageklasse eine um 18% höhere Performance aus als der Bloomberg-Barclays-US-Corporate-Bond-Index. Zu beachten gilt es aber, dass die Bandbreite der Performance zwischen den besten und den schlechtesten Fonds sehr gross und die Selektion sehr wichtig ist.

**Leveraged Fonds:** Wer noch etwas mehr Rendite will, hält sich diese Fonds, die mit einem höheren Fremdkapital-



Es kann sich lohnen, die weniger flüssigen Vermögenswerte auch in den Blick zu nehmen.

ILLUSTRATION JENS BONNKE

anteil arbeiten und deshalb auch riskanter sind. In der Regel kommen Private-Debt-Engagements punkto Performance nicht an Private Equity heran. Das ist auch nicht erstaunlich, das Underlying von Private Debt ist Anleihe-ähnlich, während jenes von Private Equity mit Aktienanlagen vergleichbar ist.

**Nichtkotierte Aktien:** Nur die wenigsten Aktiengesellschaften sind an der Börse. Über die Plattformen der Berner und der Zürcher Kantonalbank und der Privatbank Lienhard werden aber die Aktien von rund 330 nicht-kotierten Schweizer Firmen gehandelt. Diese Papiere erzielen im Schnitt eine bessere Kursperformance als die kotierten Schwestern. Die meisten dieser Nebenwerte sind zudem gute und regelmässige Dividendenzahler. Die ausserbörslichen Aktien schlagen die Börse nicht nur in der Aufwärtsbewegung, sie reagieren auch verzögert und weniger heftig als die kotierten Valoren auf wirtschaftliche Rückschläge.

In der Tiefzinsphase hat das Handelsvolumen bei den nichtkotierte Aktien deutlich zugenommen – früher gab es in diesem Segment kaum Bewegung. «Die Bewertungen sind aber nach wie vor eher tief», sagt Markus Rügsegger, Manager des Quantex-Nebenwertefonds. Das Segment ist aber sehr heterogen. Die Aktiengesellschaften unterscheiden sich teilweise deutlich bezüglich Rechnungslegungsstandards, Corporate Governance, Transparenz und Liquidität. Es gibt Firmen, die nach Swiss GAAP FER ihre Bücher führen, von denen sich Geschäftsbericht, Resultate und alle News auf der Website finden und die ein Handelsvolumen aufweisen, das grösser ist als jenes von kotierten SPI-Unternehmen. Es gibt aber auch Unternehmen, die gar keinen Handel

mit den eigenen Aktien anstreben, etwa Familienunternehmen, deren Aktionärsbasis sich durch die wachsende Familienbasis stark verbreiterte. Einige Firmen führen ihre Bücher «nur» gemäss Obligationenrecht (OR), neue Aktionäre sind nicht erwünscht, werden nicht ins Aktienregister eingetragen und erhalten keine Informationen wie Geschäftsberichte. In einer Buchführung nach OR lassen sich laut Rügsegger viele Werte als stille Reserven «verstecken».

Die Kabelwerke Brugg etwa sind ein Beispiel eines Familienunternehmens, das keinen Wert auf eine Ausdehnung des Aktionariats legt. Energieversorger

**Wenig transparente Unternehmen im ausserbörslichen Bereich bezahlen ihr Verhalten mit einem Abschlag.**

wie Repower, der erst kürzlich von der Börse dekotiert wurde, oder die Wasserwerke Zug (WWZ) weisen dagegen ein breites Aktionariat auf und betreiben eine Kommunikation, die mit derjenigen eines kotierten Unternehmens verglichen werden kann.

Faktoren wie Transparenz und News-Flow haben gemäss Rügsegger einen Einfluss auf die Bewertung. Wenig transparente Unternehmen «bezahlen» ihre Politik mit einem Abschlag. Er würde den Bereich «Nichtkotierte» nicht als eigene Anlageklasse sehen, sondern als Teil des Small- und Mid-Cap-Aktienteils, fügt der Quantex-Manager an. Wegen der Illiquidität des Marktes ist die Kurs-

spanne zwischen Geld- und Briefkurs teilweise sehr hoch. Auch kann es manchmal Tage oder Wochen dauern, bis man den gewünschten Titel handeln kann. Aktien sollten in diesem Segment darum nur mit einer Kurslimite gekauft oder verkauft werden.

**Crowdfunding:** Anfang des laufenden Jahrzehnts sorgte eine neue Art der Finanzierung über das Internet für Furore. Crowdfunding ist der englische Begriff für Schwarmfinanzierung. Dabei handelt es sich um die internetbasierte Finanzierung von Projekten durch eine grosse Anzahl von Personen mit kleinen Beträgen auf der Basis kostengünstiger Prozesse und standardisierter Dokumente. Ursprünglich ging es dabei meist um wohltätige Projekte und um Firmengründungen. Die «Rendite» war in den Anfangszeiten meist moralisch oder symbolisch: Der Investor darf etwa als Erster das neue Produkt eines Startups zu Vorzugskonditionen beziehen.

Doch über die Jahre hat sich das «Crowd»-Modell entwickelt und auf andere Bereiche wie das Crowdlending oder das Immobiliengeschäft ausgedehnt. Zahlreiche Anbieter – auch in der Schweiz – betreiben das Crowdfunding mittlerweile als kommerzielles Geschäftsmodell. Crowdfunding erreichte im Jahr 2017 gemäss der Fachhochschule Luzern ein Volumen von fast 380 Mio. Fr. Die Zahlen für das vergangene Jahr werden erst Ende Mai publiziert. Einzelne Beobachter rechnen damit, dass 2019 die Milliardengrenze geknackt wird. Punkto investiertes Volumen pro Kopf liegt die Schweiz noch deutlich hinter den USA und Grossbritannien zurück, wo der Wert rund viermal höher liegt. Auf dem Schweizer Markt tummelt sich eine Vielzahl von Crowdfunding-Plattformen, wenige Marktführer beherrschen aber den Grossteil des Marktes. Erste Anbieter experimentieren mit Blockchain-basierten Lösungen.

Auch professionelle Investoren nehmen Crowdfunding mittlerweile als interessante Anlage wahr. «Die Zinssätze sind, als Anlageklasse im Bereich Fixed Income betrachtet, interessant – auch in Anbetracht der bisher eher tiefen Ausfallquoten von 1 bis 3%», sagt Andreas Dietrich, Dozent an der Hochschule Luzern und Autor des jährlichen «Crowdfunding-Monitoring». Dietrich empfiehlt, in verschiedene Kredite (KMU und Konsumkredite) mit unterschiedlichen Laufzeiten zu investieren und dabei nicht das ganze Geld nur einer Gegenpartei zu leihen. Die Zinsen belaufen sich bei Konsumkrediten derzeit auf 4 bis 8%, bei KMU-Krediten bewegen sie sich um die 3 bis 5%.

## Märkte und Meinungen Aktionäre: aufgepasst bei Herabstufungen

ANNE-BARBARA LUFT

Für Ratings interessieren sich vor allem Investoren am Bond-Markt, Aktionäre messen Bonitätsnoten von Unternehmen wenig Bedeutung zu – ein grosser Fehler, wie sich schon bald zeigen könnte. Die Zahl der ausstehenden Firmen-Anleihen mit guter Kreditqualität («BBB» und besser, Investment-Grade genannt) hat sich in den USA und Europa in den vergangenen zehn Jahren mehr als verdreifacht. Ende 2018 umfasste das Volumen der Bonds von Unternehmen ausserhalb des Finanzsektors mehr als 5 Bio. \$ – 5000 Mrd. \$. Die Gründe für das starke Wachstum des Obligationenmarktes sind bekannt: attraktive Zinsen für Emittenten jeglicher Couleur.

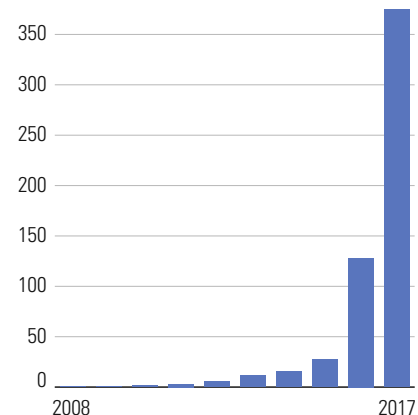
Alles was sich Investoren seit Jahren wünschen, sind positive Renditen, da wird bei ein paar Schönheitsfehlern seitens der Schuldner schon einmal ein Auge zugedrückt. Es überrascht daher nicht, dass das Emissionsvolumen am unteren Ende der Rating-Skala überproportional gewachsen ist. Das Bond-Segment mit der Bonitätsnote «BBB» hat sich zu einem regelrechten Kassenschlager gemausert, das mit einem Volumen ausstehender Bonds in Höhe von 3 Mrd. \$ den Markt der Firmenanleihen guter Bonität dominiert. Eine Rating-Stufe tiefer bei «BB+» befindet man sich bereits in der Welt der sogenannten Junk-Bonds, die in der offiziellen Sprache der Rating-Agenturen dem nicht investierbaren Segment angehören. Anleihen mit einem Volumen von 3 Mrd. \$ befinden sich also am Rande des Abgrunds, in der Gefahrenzone, stehen auf Messers Schneide oder auf wackligen Beinen – wie man es auch nennen möchte.

Nun lässt sich ganz richtig argumentieren, dass eine Herabstufung in den Bereich des Non-Investment-Grade noch nicht das Aus für ein Unternehmen bedeutet. Das Segment dieser sogenannten Hochzins-Anleihen ist gross und bei Anlegern aus den oben genannten Gründen sehr beliebt. Allerdings kommt ein Down-Grade auf die Note «BB+» Hand in Hand mit höheren Finanzierungskosten. Für die von den Rating-Agenturen bescheinigte höhere Ausfallwahrscheinlichkeiten verlangen Investoren selbstverständlich eine Kompensation. Da sich die Zahl der Herabstufungen in konjunkturellen Schwächephase erhöhen, werden die Firmen von den höheren Kosten für den Schuldendienst zu einem besonders ungünstigen Zeitpunkt getroffen. Sie werden alles daransetzen, ein Abrutschen in die nächsttiefere Rating-Stufe zu verhindern. Um die Bilanzen wieder zum Glänzen zu bringen, gibt es zwei effiziente Instrumente: Dividenden kürzen und Aktienrückkäufe stoppen. So lässt sich das Eigenkapital ohne grosse Anstrengung aufpöppeln und eine Herabstufung im besten Fall abwenden. Leidtragende sind in diesem Fall dann die Aktionäre, denn Kursverluste sind bei so einer Firmenpolitik programmiert. Es kann sich also auch für Anleger an den Aktienmärkte lohnen, die Rating-Noten im Auge zu behalten.

ANZEIGE

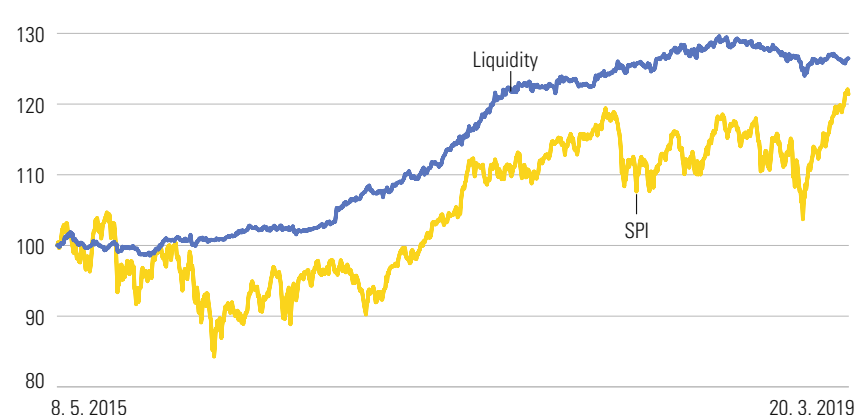
Gesucht trotz Illiquidität

Crowdfunding in der Schweiz  
Volumen in Mio. Fr.



Stabiler und besser als der SPI

Nichtkotierte Aktien im Vergleich mit dem SPI, indiziert, 100 = 8. 5. 2015



**INTERTEAM - MIT FACHLEUTEN IM EINSATZ FÜR KINDER UND JUGENDLICHE**

Wissen teilen - Armut lindern  
www.interteam.ch, PC 60-22054-2