

Eine Einführung in die Privatmärkte

Autoren: Karim Cherif, Head Alternative Investments, UBS Switzerland AG; Antoinette Zuidweg, Alternative Investments Strategist, UBS Switzerland AG; Daniel J. Scansaroli, Head of Portfolio Strategy & UBS Wealth Way Solutions, CIO Americas, UBS Financial Services Inc. (UBS FS); Jennifer Liu, Private Markets Strategist, UBS Financial Services Inc. (UBS FS)

- Die Privatmärkte bieten eine Kombination von potenziell höheren risikobereinigten Renditen gegenüber öffentlichen Märkten, eine langfristige Ausrichtung sowie Zugang zu innovativen und wachstumsstarken Unternehmen. Im Zusammenspiel mit einem traditionellen, auf die öffentlichen Märkte ausgerichteten Portfolio können sie differenzierte Anlagemöglichkeiten bieten.
- Die Privatmärkte sind für gewöhnlich weniger von der wahrgenommenen Volatilität, von Nachrichtenströmen und Ineffizienzen betroffen, was die Unternehmen in die Lage versetzt, sich auf die langfristige Wertschöpfung zu konzentrieren. Dies unterscheidet sie von Unternehmen an den öffentlichen Märkten.
- Für Anlagen an den Privatmärkten bedarf es langfristiger Kapitalzusagen. Deshalb sollten Anlegerinnen und Anleger die damit verbundene Illiquidität über mehrere Jahre tolerieren können und zusätzliche Risiken, wie die geringere Offenlegung und fehlende Kontrolle, berücksichtigen.



Quelle: UBS

Dieser Bericht ist Teil einer Reihe kurzer Leitfäden, die wir regelmässig aktualisieren werden, und stellt verschiedene Privatmarktkonzepte vor. Diese Version ersetzt die Ausgabe, die am 17. September 2022 veröffentlicht wurde. Weitere Informationen finden Sie auf dem Kundenportal. Wenden Sie sich gerne auch an Ihren Berater.

Zusammenfassung

- Privatmarktanlagen bezeichnen ganz allgemein Anlagen, die nicht an öffentlichen Börsen gehandelt werden. Zu den Privatmarktanlagen gehören beispielsweise Beteiligungen an privat gehaltenen Unternehmen in jeder Entwicklungsphase, Privatkredite, Immobilien, Infrastruktur und weitere reale Vermögenswerte.
- Investitionen an den Privatmärkten können zur Diversifikation von Portfolios beitragen, da sie alternative Renditequellen bieten, die an den öffentlichen Märkten nicht verfügbar sind.
- Anlegern stehen verschiedene Privatmarktstrategien zur Auswahl, von Private Equity über Private Debt bis hin zu privaten Immobilien- und Infrastrukturanlagen.
- Um Zugang zu privaten Märkten zu erhalten, müssen Anleger in der Lage sein, Kapital über einen längeren Zeitraum anzulegen und Illiquidität zu akzeptieren. Je nach Art der Privatanlage sind die Mittel in der Regel für sieben bis zehn Jahre oder länger gebunden. Einige Strategien sehen kürzere Anlagedauern vor.
- In der Vergangenheit wurden die Anleger für ihre Geduld jedoch mit höheren Renditen belohnt, als das bei Anlagen an den öffentlichen Börsen der Fall war: Private Equity brachte zwischen 2001 und 2022 weltweit jährliche Renditen von 13,1% ein, demgegenüber erwirtschafteten öffentlich gehandelte globale Aktien im gleichen Zeitraum 5,8%.
- Neben differenzierten Strategien können Anleger zudem je nach gewünschtem Beteiligungs- und Verantwortungsgrad zwischen verschiedenen Ansätzen

Dieser Bericht wurde durch UBS Switzerland AG and UBS Financial Services Inc. (UBS FS) erstellt. Bitte beachten Sie die wichtigen rechtlichen Informationen am Ende der Publikation.

wählen, wenn Sie Privatmarktanlagen in ihr Portfolio aufnehmen möchten.

- Entsprechend ihren Bedürfnisse können Anleger, sofern sie über die entsprechenden Kapazitäten verfügen, direkt in Unternehmen investieren, Co-Investments an der Seite eines Fondsmanagers tätigen oder aus verschiedenen Fondsverwaltungsstilen und -strategien wählen.
- Um die Erfolgchancen zu maximieren, sollten Anleger über verschiedene geografische Regionen, Manager, Strategien und Auflegungsjahre hinweg investieren. Dies verringert die Abhängigkeit von einzelnen Faktoren oder Strategien und steigert das Potenzial für höhere und stabile Renditen.
- Die Managerauswahl ist entscheidend, da die Renditen zwischen den einzelnen Privatmarktfonds und Managementstilen stark variieren.

Was sind Privatmärkte?

Privatmarktanlagen bezeichnen ganz allgemein Anlagen, die nicht an öffentlichen Börsen gehandelt werden. Zu den Privatmarktanlagen gehören beispielsweise Beteiligungen an privat gehaltenen Unternehmen in jeder Entwicklungsphase, Privatkredite, Immobilien, Infrastruktur und weitere reale Vermögenswerte.

An den Privatmärkten können unterschiedliche Wertschöpfungsstrategien zum Einsatz kommen. Private-Equity-Manager können sich beispielsweise auf Beteiligungen an Unternehmen in der Anfangs- oder Wachstumsphase oder auf den Erwerb von Anteilen an reifen Unternehmen und auf deren Turnaround konzentrieren. Private-Debt-Manager hingegen sind auf die Bereitstellung von Krediten an kleine, mittlere und grosse Unternehmen oder Umschuldungen spezialisiert. Die Manager von privaten Immobilienfonds wiederum setzen schwerpunktmässig auf den Kauf von erstklassigen Immobilien, auf die Sanierung oder Neupositionierung von Immobilien oder auch auf neue Immobilienentwicklungsprojekte, um Renditen zu generieren.

In der Regel übernehmen Privatmarktinvestoren eine aktive Funktion im Entscheidungsprozess der Vermögenswerte, in die sie investieren. Die Fondsmanager (General Partner) stellen nicht nur Kapital zur Verfügung, sondern agieren unter Umständen zudem als Berater oder gar CEO eines Unternehmens. Sie können eine wichtige Rolle bei der Festlegung der Unternehmensstrategie spielen und unterstützen so das Unternehmen bei Wachstum oder Transformation und schaffen Werte von innen heraus.

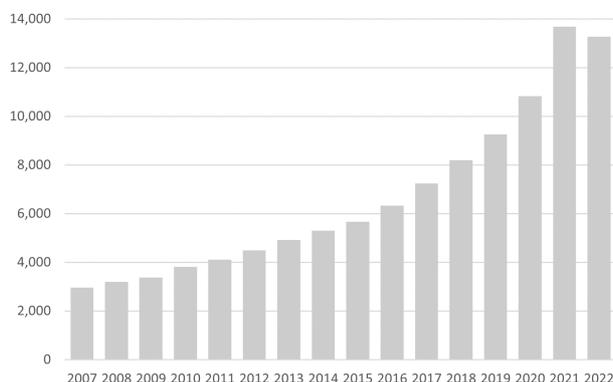
Der Zugang zu Informationen ist an den Privatmärkten schwieriger als an öffentlichen Märkten. Oftmals verlassen sich die General Partner auf interne Ressourcen und ihr eigenes Netzwerk, um attraktive Anlagechancen zu identifizieren. Je besser ein Manager sich Informationen beschaffen und daraus eine Anlagethese ableiten kann, desto grösser sind seine Chancen, lohnenswerte Investitionsmöglichkeiten zu erkennen. Für Privatmarktanlagen gibt es zudem weder einen regulären Markt noch fortlaufende Bewertungen und die Verhandlungen sowie der Abschluss der Transaktionen benötigen Zeit. Es ist Potenzial für Fehlbewertungen vorhanden, da viele Anleger nicht über das notwendige Wissen, genügend Geduld oder die Informationen verfügen, um den inneren Wert dieser Vermögenswerte zu beurteilen, zu investieren und diesen zu realisieren.

Die meisten Anleger nutzen daher Fonds für den Zugang zu privaten Märkten. Diese Instrumente bündeln das Kapital vieler Anleger beziehungsweise beschränkt haftender Gesellschafter (Limited Partner). Der General Partner richtet daraufhin ein Portfolio ein und engagiert sich direkt in den Unternehmen oder Projekten, um so die Erfolgchancen durch einen speziellen strategischen Schwerpunkt oder eine bestimmte Anlageklasse zu erhöhen. Im Sinne einer maximalen Diversifikation kommen auch Multi-Manager-Fonds in Frage. Die General Partner erheben eine Verwaltungsgebühr zur Deckung der operativen Kosten sowie eine Anreizgebühr, die an den Manager gezahlt wird, wenn die vom Fonds erwirtschaftete Rendite über einem festgelegten Schwellenwert liegt. Diese Gebühr wird als «Carried Interest» bezeichnet.

Andere Anleger bevorzugen einen direkten Ansatz. Sie beteiligen sich in diesem Fall ohne die Hilfe eines Fondsmanagers an Privatunternehmen. Dafür sind jedoch mehr Erfahrung und ein höherer Mindestanlagebetrag notwendig.

In jedem Fall aber erfordern Investitionen an den Privatmärkten Zeit. An den öffentlichen Märkten haben Anleger oftmals leichten Zugang zu ihren Investitionen und können Gewinne monatlich, quartalsweise oder jährlich realisieren. Da das Ziel von Privatmarktfonds darin besteht, Unternehmen oder Projekte über einen Zeitraum von mehreren Jahren zu transformieren, müssen Anleger bereit sein, ihr Kapital für längere Zeit anzulegen. Bei Private-Equity-Fonds können das zum Beispiel zehn Jahre oder mehr sein.

Abb. 1: Das verwaltete Vermögen (AUM) an den Privatmärkten ist enorm gestiegen in Mrd. USD



Quelle: Pitchbook, UBS, Oktober 2023. Beinhaltet Private Equity, Private Debt, Immobilien, Infrastruktur und natürliche Ressourcen.

Die wichtigsten Privatmarktstrategien

Privatmarktanlagen lassen sich in vier verschiedene Strategien unterteilen: Private Equity, Private Debt sowie private Immobilien- und Infrastrukturanlagen. Diese Strategien unterscheiden sich im Hinblick auf Anlageansatz, Anlageklassen, Beteiligungsgrad, Zeithorizont und risikobereinigte Renditen.

- **Private Equity (PE):** Diese Strategien stellen mit weit über 60% des gesamten verwalteten Vermögens den Löwenanteil an den Privatmärkten dar. Bei Private-Equity-Strategien handelt es sich um Kapitalbeteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen, die den Anlegern eine eigenkapitalähnliche Beteiligung und Rendite bieten. Private Equity kann je nach dem Stadium des Lebenszyklus, in dem sich das Zielunternehmen befindet, in weitere Teilstrategien unterteilt werden:
 1. Wagniskapital zielt auf den Erwerb von Minderheitsanteilen an Start-ups in den frühen oder späten Entwicklungsphasen ab.
 2. Als Wachstumskapital bezeichnet man Minderheitsbeteiligungen an schnell wachsenden Unternehmen, die zusätzliches Kapital benötigen, um expandieren zu können.
 3. Buyout-Fonds streben Kontrollpositionen in reifen, Cash-generierenden Unternehmen an, mit dem Ziel der Gewinnsteigerung durch wertschöpfende Initiativen.
- **Private Debt:** Diese Strategien konzentrieren sich auf nicht börsengehandelte Schuldtitel, die an Privatunternehmen ausgegeben werden. Private-

Debt-Manager beschaffen, vergeben und handeln Schuldinstrumente mit Kreditnehmern aus, wodurch für die Anleger ein kreditartiges Risiko entsteht. Die wichtigsten Private-Debt-Teilstrategien sind:

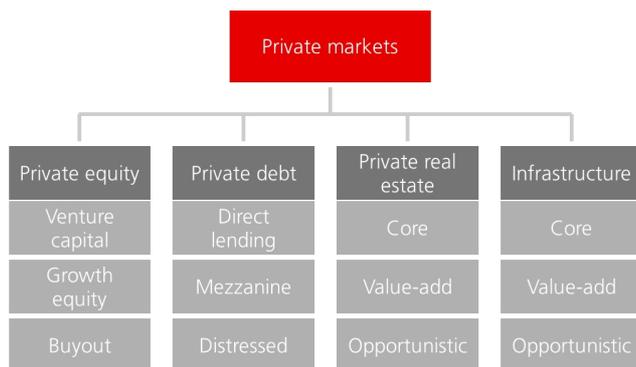
1. Direktkredite in Form von vorrangigen, besicherten Finanzierungen an mittelständische Unternehmen mit einem Kreditrating unter Investment Grade,
2. Mezzanine-Finanzierung, die sich auf nachrangige Schuldpapiere mit eigenkapitalähnlicher Beteiligung konzentriert, und
3. Distressed Debt, wobei die Monetisierung von Schuldinstrumenten (mit potenziell eigenkapitalähnlicher Beteiligung) durch eine Normalisierung der Unternehmensrentabilität, Restrukturierung oder die Liquidation von Vermögenswerten angestrebt wird.

- **Private Real Estate:** Im Mittelpunkt dieser Strategien steht der Erwerb von Immobilien und ähnlichen Vermögenswerten, insbesondere in Value-add- und opportunistischen Segmenten, in denen die Wertschöpfung durch ein aktives Management erheblich gesteigert werden kann. Private Immobilienanlagen bieten einen gewissen Inflationsschutz, Erträge und eine unter Umständen geringere Korrelation zu traditionellen Anlageklassen. Zu den Teilstrategien gehören hier:
 1. «Core Real Estate»-Strategien, die auf etablierte, hochwertige und vollständig vermietete Objekte abzielen,
 2. «Value-add»-Strategien, deren Schwerpunkt auf Objekten mit einem gewissen Neuvermietungspotenzial oder Sanierungsbedarf liegt, und
 3. Opportunistische Strategien, die sich auf Entwicklungsprojekte sowie auf Objekte konzentrieren, die einer erheblichen Neupositionierung bedürfen.
- **Private Infrastructure:** Bei diesen Strategien steht der Erwerb von Infrastrukturobjekten im Fokus; diese weisen häufig Merkmale wie hohe Einstiegsbarrieren, eine niedrige Preiselastizität der Nachfrage sowie stabile und inflationsgebundene Cashflows auf. Ähnlich wie Immobilien bieten private Infrastrukturanlagen je nach Art einen gewissen Inflationsschutz und eine geringere Korrelation zu konventionellen Anlageklassen.
 1. Die Core-Strategie strebt Investitionen in bestehende Vermögenswerte (bereits erschlossene Infrastruktur) an, die mit möglichst geringem Investitionsbedarf, einer niedrigen operativen Komplexität sowie

kalkulierbaren, vertraglich gesicherten Einnahmen verbunden sind.

2. Value-add-Manager zielen auf komplexere Objekte mit einem gewissen Entwicklungsbedarf ab.
3. Opportunistische Fonds interessieren sich für Projekte auf der grünen Wiese oder Objekte, die einen erheblichen Investitionsaufwand erfordern. Abhängig von der jeweiligen Strategie können Anleger mit Infrastrukturinvestitionen einen Mix aus Erträgen und Kapitalgewinnen erwirtschaften.

Abb. 2: Die wichtigsten Privatmarktstrategien



Quelle: UBS, Oktober 2023

Warum Privatmarktanlagen in ein Portfolio aufnehmen?

Anlagen an den Privatmärkten können das Universum der Anlageinstrumente und Engagements über liquide, öffentlich gehandelte Wertpapiere hinaus erheblich erweitern. Insbesondere können Anleger an den Privatmärkten zusätzliche potenzielle Renditequellen erschliessen, dazu gehören eine Illiquiditätsprämie sowie die Fähigkeiten oder das Alpha des Managers. Im Folgenden sind die wichtigsten Gründe für die Aufnahme von Privatmarktanlagen in ein Portfolio aufgeführt.

- **Erweitertes Anlageuniversum:** Viele attraktive Unternehmen und Vermögenswerte sind nicht an der Börse notiert. Die Privatmärkte ermöglichen ein Engagement in diesen Anlagen. Anleger, die bereit sind, auf Liquidität zu verzichten, erhalten Zugang zu ansonsten nicht verfügbaren Vermögenswerten und Themen und können so die Renditequellen in ihrem Portfolio diversifizieren.
- **Chancen durch Ineffizienzen:** Die Informationsasymmetrie und die Komplexität von Transaktionen in privaten Unternehmen und Vermögenswerten bieten attraktive Chancen für langfristige Anleger, Anlagemöglichkeiten zu finden, zu beurteilen und zu einem beträchtlichen Abschlag

gegenüber ihrer Einschätzung des inneren Werts zu erwerben.

- **Diversifikation mit Illiquiditäts- und anderen Prämien:** Die Privatmärkte bieten Anlegern die Aussicht auf eine Illiquiditäts- und Komplexitätsprämie, die sich aus der aktiven Eigentümerschaft und dem auf langfristige Wertschöpfung ausgerichteten Managementansatz der Manager ergibt. Einige Strategien weisen keine oder nur eine geringe Korrelation zu traditionellen Märkten auf.
- **Attraktive risikobereinigte Renditen:** Langfristig betrachtet haben die Privatmärkte in der Vergangenheit wesentlich höhere Renditen erbracht als traditionelle Anlagen (siehe Abb. 3).
- **Verhaltensbedingte Vorteile:** Die Illiquidität der Privatmärkte bewahrt Anleger davor, bei Marktverwerfungen emotionale Verkaufsentscheidungen zu treffen. Tatsächlich können Privatmarktinstrumente, die während solcher Zeiträume aufgelegt werden beziehungsweise investiert werden, häufig ein attraktiveres Bewertungsumfeld für ihre Anleger nutzen.
- **Einkommenspotenzial.** Manche Strategien wie Privatkredite können das Einkommenspotenzial eines Portfolios über zusätzliche Renditequellen verbessern, die weniger eng mit traditionellen Anleihenmärkten korrelieren.
- **Inflationsschutz.** Strategien wie Immobilien und Infrastruktur können Anlegern zusätzliche Ertragsquellen bieten und die Auswirkungen der Inflation abfangen, falls die Renditen der Vermögenswerte mit der Inflation verknüpft sind.

Renditen und Performance

Anleger müssen in Bezug auf die Renditen von Privatmarktanlagen eine langfristige Sicht einnehmen, da die Anlagevehikel in der Regel für mehrere Jahre gebunden sind und die tatsächliche Performance erst beurteilt werden kann, wenn der Grossteil der Investitionen veräussert und die Renditen realisiert wurden. Dies kann einige Zeit dauern. Im Gegenzug haben Anleger jedoch die Aussicht auf attraktive risikobereinigte Renditen. In den letzten Jahrzehnten haben sich Anlagen in Privatmarktstrategien erheblich besser entwickelt als börsennotierte Anleihen und Aktien (siehe Abb. 3 und 4). Auf Basis der zeitgewichteten Durchschnittsrendite erzielten globale Private-Equity-Anlagen zwischen 2001 und 2022 im Durchschnitt eine jährliche Rendite von 13,1%, also wesentlich mehr als die von öffentlich gehandelten globalen Aktien erwirtschafteten 5,8%. Direktkredite rentierten 9,3% gegenüber einer Rendite von 3,2%

bei globalen Anleihen, und private Immobilien- und private Infrastrukturanlagen brachten eine durchschnittliche Rendite von 9% bzw. 7,9%.

Um die Performance privater Märkte zu beurteilen, schauen sich Anleger jedoch für gewöhnlich verschiedene Kennzahlen wie die interne Verzinsung (IRR) und Rendite-Multiples an. Die IRR beurteilt das Timing und die Höhe der Cashflows, um den Zeitwert des Geldes zu berücksichtigen. Aus einem anderen Blickwinkel betrachtet können Multiples ein absolutes Mass dafür liefern, wie hoch die Rendite über einen bestimmten Zeitraum ist. Zwei wichtige Multiples sind die «Distributed to Paid-in»-Quote (DPI), bei der die Ausschüttungen ins Verhältnis zum investierten Kapital gesetzt werden, und die «Total Value to Paid-in»-Quote (TVPI), bei welcher der Wert aller realisierten und unrealisierten Investitionen in Relation zum investierten Kapital betrachtet wird.

Um die IRR mit den Indexrenditen öffentlicher Märkte vergleichen zu können, muss man das Timing der Cashflows berücksichtigen. Hierfür wird eine Methode zur Renditeberechnung herangezogen, die als Public Market Equivalent (PME) bezeichnet wird: Sie misst die Wertschöpfung durch den Manager und ermöglicht es, die Performance mit liquiden Anlageklassen zu vergleichen. Dies erreicht man durch den Vergleich der Differenz zwischen den Cashflows der Privatmarktfonds und jenen einer Reihe von Cashflows, die einen relevanten öffentlichen Aktienindex kaufen und verkaufen. Daraus ergibt sich die relative Performance.

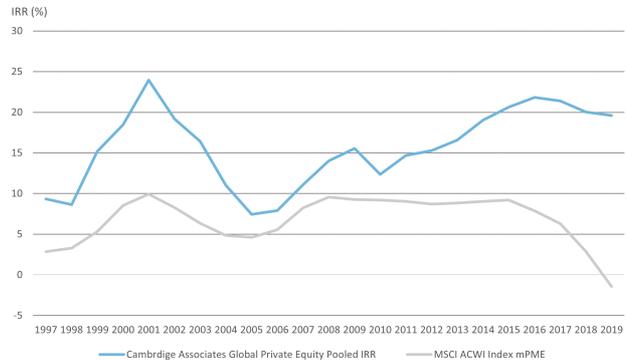
Abb. 3: Renditen privater versus öffentlicher Märkte

Jährliche zeitgewichtete Durchschnittsrenditen zwischen Januar 2001 und Dezember 2022 (für Immobilien von 2004 bis 2022)



Quelle: CAPE Global Private Equity Index, Cliffwater Direct Lending Index, Cambridge Real Estate Index, MSCI All Country World Index, Barclays Global Aggregate, UBS; Oktober 2023

Abb. 4: Gepoolte IRR von Private Equity versus mPME des MSCI ACWI



Quelle: Cambridge Associates, UBS, per Oktober 2023

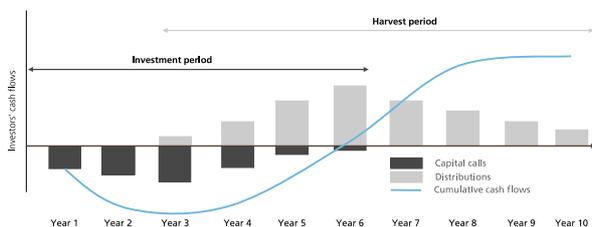
Dynamik von Investitionen in einem Privatmarktfonds

Privatmarktfonds haben besondere Merkmale, die von den Anlegern unbedingt berücksichtigt werden müssen.

- In der Regel sind Privatmarktfonds **geschlossene** Fonds, das heisst, sie werden Anlegern nur während einer festgelegten Phase der Mittelbeschaffung angeboten. Sobald die Beschaffung der Mittel abgeschlossen ist, sind die Fonds für eine bestimmte Laufzeit geschlossen und illiquide – je nach Strategie normalerweise zwischen sieben und zwölf Jahren oder länger. Die Laufzeit kann durch den General Partner verlängert werden.
- Privatmarktfonds folgen hinsichtlich der **Kapitalzusagen/Kapitalabrufe** für gewöhnlich einer bestimmten Struktur. Während der Mittelbeschaffung leisten die Gesellschafter eine unwiderrufliche, im Voraus festgelegte Kapitalzusage in Höhe eines bestimmten Betrags an den Fonds. Das Kapital wird nicht sofort investiert. Stattdessen finanzieren die Limited Partner künftige Investitionen auf Anfrage des General Partner («Kapitalabruf»).
- Die Fonds können nur während einer festgelegten **Anlagedauer** in Betracht ziehen. Das geschieht üblicherweise in den ersten drei bis sechs Jahren der Laufzeit eines Fonds.
- Die Limited Partner haben keinen Einfluss auf das **Timing und den Umfang der Mittelzu- und -abflüsse** eines Fonds; diese werden vom Fondsmanager und dessen Investitionstempo bestimmt. Barausschüttungen erfolgen meist in der Mitte oder gegen Ende der Laufzeit. Bis dahin hat der General Partner Zeit, mit den Investitionen zu arbeiten und deren Wert zu steigern.

- Die genannten Merkmale beschreiben den **J-Kurven-Effekt** und verdeutlichen, dass die Limited Partner in den ersten Jahren während der Kapitalabrufe Nettomittelabflüsse verzeichnen. Kapitalzuflüsse sind begrenzt beziehungsweise erst ab Mitte der Laufzeit des Fonds gegeben, wenn die Ausschüttungen allmählich die Kapitalabrufe übersteigen. Dann sinken die Nettomittelabflüsse und die Cashflows drehen ins Positive (siehe Abb. 5).
- In der Regel erreichen die Limited Partner **keine Investitionsquote von 100%** in Bezug auf ihre Kapitalzusagen zugunsten eines Privatmarktfonds. Das investierte Nettokapital kann unter das Zielniveau fallen, da Ausschüttungen bereits möglich sind, während das zugesagte Kapital noch investiert wird. Historisch betrachtet schwankt das Niveau der effektiven Nettoinvestition zwischen 60% und 80%. Um die volle effektive Investitionshöhe zu erreichen, können die Limited Partner entweder einem Einzelfonds über das Zielniveau hinaus Kapital zusagen oder mehreren Fonds kontinuierlich Kapital zusagen.

Abb. 5: Beispielhafter Lebenszyklus eines Private-Equity-Fonds



Quelle: UBS, August 2022

Wichtige Grundsätze für die Aufnahme von Privatmarktanlagen in ein Portfolio

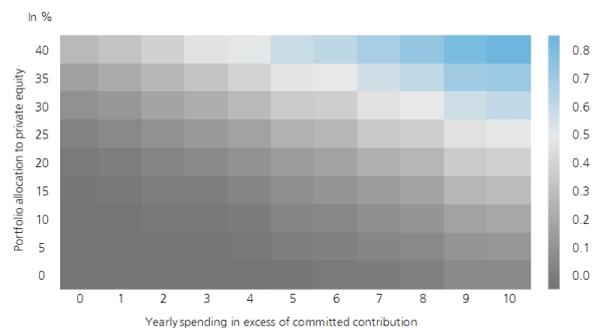
Bevor Anleger eine Allokation an den Privatmärkten in Erwägung ziehen, sollten sie die folgenden Aspekte berücksichtigen:

- **Toleranz gegenüber Illiquidität** über einen langen Zeitraum. Angesichts einer Fondslaufzeit von zehn Jahren oder mehr sollten sich Anleger damit anfreunden können, dass sie in dieser Zeit auf einen Teil ihres Portfolios nicht zugreifen können.
- **Individuelle Ziele und Zwecke sowie persönliche Risikotoleranz.** Anleger sollten sicherstellen, dass ihre individuellen Ziele und Zwecke auch im Falle einer Veränderung der persönlichen Umstände mit der

Laufzeit von Privatmarktanlagen im Einklang stehen. Darüber hinaus sollte eine Allokation in alternativen Anlagen das Risikoprofil des Gesamtportfolios eines Anlegers nicht wesentlich verändern.

- **Den Ausgabenbedarf prüfen.** Anleger mit einem höheren Ausgabenbedarf oder einer umfangreicheren Allokation in Privatmarktanlagen sollten ausreichend Liquidität sicherstellen, um ihre Kosten decken und Kapitalabrufe erfüllen zu können, insbesondere im Hinblick auf einen potenziellen Abschwung an den Märkten.
- **Die Allokation dimensionieren.** Die oben genannten Faktoren dürften dabei helfen, eine Allokation in privaten Vermögenswerten den Bedürfnissen des Anlegers entsprechend zu dimensionieren. Im Allgemeinen gilt, dass Anleger mit einer Allokation von bis zu 20% in solchen weniger liquiden Vermögenswerten in den meisten Fällen Liquiditätsprobleme auch bei fallenden Märkten vermeiden können (siehe Abb. 6). Eine Allokation von bis zu 40% wäre unter Liquiditätsaspekten akzeptabel, wenn der Mittelbedarf gering ist und/oder durch Liquidität von aussen gedeckt werden kann.

Abb. 6: Wahrscheinlichkeit von Liquiditätsproblemen bei extrem angespannten Märkten



Hinweis: Die Farbschattierungen veranschaulichen die Wahrscheinlichkeit, dass der Wert des liquiden Aktien/Anleihe-Portfolios eines Anlegers unter den Ausgabenbedarf für drei Jahre fällt. Es wird eine breite Spanne von Gewichtungen in globalen Aktien (MSCI ACWI) und globalen Anleihen (Bloomberg Barclays Global Aggregate) in USD angenommen. Es wird ein ausgereiftes PE-Portfolio zugrunde gelegt. Die Monte-Carlo-Simulationen für den Wert des liquiden Portfolios gehen von einer schweren Baisse aus, die drei Jahre andauert. Alle Annahmen für den Liquiditäts- und Ausgabenbedarf auf Jahresbasis, ohne Verlangsamung der Kapitalabrufe und ohne Ausschüttungen. Weitere Informationen finden Sie in unserer Publikation «Investing in private markets with UBS Wealth Way» vom 17. Februar 2021. Quelle: Bloomberg, UBS.

- **Eine Allokation finanzieren.** Bei der Allokation in privaten Vermögenswerten in einem Portfolio mit mehreren Anlageklassen sollten Anleger versuchen, die allgemeinen Risikomerkmale des Portfolios beizubehalten. Anleger sollten daher:

1. Riskantere Privatmarktanlagen wie Private Equity sowie opportunistische Immobilien- und Infrastrukturanlagen aus risikoreicheren liquiden Vermögenswerten, wie beispielsweise öffentlich gehandelten Aktien, finanzieren.
2. Ertragsorientierte Privatmarktanlagen wie Core Real Estate/Infrastructure oder erstklassige Private-Debt-Anlagen aus festverzinslichen Wertpapieren und Kreditanlagen finanzieren.

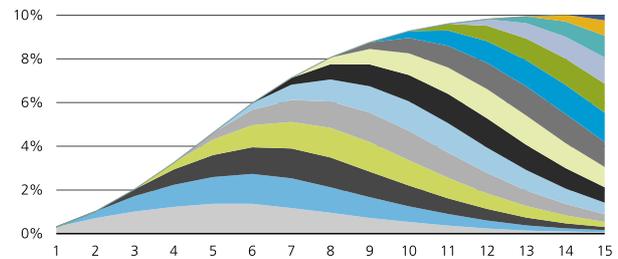
Um eine Beeinträchtigung der Rendite durch Barmittel zu vermeiden, können Anleger das für Kapitalabrufe aus Privatmarktanlagen vorgesehene Kapital so lange investiert lassen, bis es tatsächlich benötigt wird.

- **Diversifikation ist entscheidend.** Die Diversifikation von Privatmarkt-Engagements ist aus Portfoliosicht von grosser Bedeutung. Erreicht wird sie durch eine Allokation in verschiedenen Privatmarktfonds über geografische Regionen, Manager, Strategien und Jahrgänge (Auflegungsjahr des Fonds) hinweg. Eine entsprechende Diversifikation lässt sich jedoch nicht so einfach herstellen, da sie von den Kapitalbeschaffungsphasen der einzelnen Fonds sowie der Qualität der Beziehung zwischen Anleger und Managern abhängt. Institutionelle Privatmarktportfolios beinhalten üblicherweise 15 bis 25 verschiedene Fonds, was eine starke Diversifikation entlang der nachfolgend beschriebenen Dimensionen ermöglicht, ohne zu einer Verwässerung der Renditen oder Schwierigkeiten bei der Portfolioüberwachung zu führen:

1. Die Diversifikation der Strategien verringert die Abhängigkeit von einzelnen Faktoren oder Strategien.
2. Die geografische Diversifikation begrenzt die Abhängigkeit von einer einzigen Volkswirtschaft oder Region.
3. Die Diversifikation der Manager verringert das Risiko einer übermässigen Exponierung gegenüber den Präferenzen eines einzelnen Fondsmanagers.
4. Durch die Diversifikation der Jahrgänge wird sichergestellt, dass die Anleger über einen längeren Zeitraum hinweg von Chancen und Marktbedingungen profitieren können, um so die Performanceunterschiede zwischen den in verschiedenen Jahren aufgelegten Fonds auszugleichen (siehe Abb. 7).

Abb. 7: Die Bedeutung eines diversifizierten und konstanten Plans für den Kapitaleinsatz

Illustratives Beispiel für den Aufbau eines Private-Equity-Engagements, in % des Gesamtportfolios



Quelle: UBS, Pitchbook. Die farbigen Bereiche veranschaulichen die NAV-Entwicklung einzelner PE-Fonds für verschiedene Jahrgänge. Bei den Kapitalzusagen wird von einem Fonds pro Jahr ausgegangen. Weitere Informationen finden Sie in unserer Publikation «Allokation in Private Equity in einem Portfolio mit mehreren Anlageklassen» vom 20. Juli 2020.

- **Für den Aufbau eines Privatmarkt-Engagements braucht es Zeit.** Bei den meisten auf die öffentlichen Märkte ausgerichteten Fonds handelt es sich um offene Fonds. Das bedeutet, jeder hat die Möglichkeit, jederzeit zu investieren. Das macht es einfacher, nahezu sofort ein voll investiertes Portfolio zu erreichen. Im Gegensatz dazu dauert es in der Regel Jahre, ein gut diversifiziertes Engagement an den Privatmärkten aufzubauen. Nach Festlegung einer Zielallokation muss ein Anleger Mittel für die Investition bereitstellen, wobei die Manager für die von ihm bevorzugten Strategien und Regionen bei der Kapitalaufnahme möglicherweise nicht demselben Zeitplan folgen. Durch die Diversifikation der Jahrgänge zieht sich dieser Prozess weiter in die Länge. Auch nachdem die Anleger Fonds ausgewählt und ihnen Kapital zugesagt haben, setzen die Manager dieses Kapital nur schrittweise über mehrjährige Investitionsperioden ein. Die Zeit und der Aufwand, die notwendig sind, um diese Allokationen richtig aufzubauen, bedeuten, dass Anleger langfristig an die Privatmarktallokationen gebunden sind. Dabei ist anzumerken, dass Anleger die Möglichkeit haben, diesen Prozess durch Sekundäranlagen und/oder semi-liquide Strukturen zu beschleunigen.
- **Die Aufrechterhaltung eines ausreichenden Engagements ist schwierig.** Angesichts der nicht vorhersehbaren Cashflows von Privatmarktfonds kann die Verwaltung eines Pro-forma-Privatmarktportfolios zur Gewährleistung eines konsequenten und ausreichend investierten Engagements eine Herausforderung darstellen. Um das Niveau der Privatmarktallokation in der Nähe der Zielvorgaben zu halten, müssen die Investoren die Ausschüttungen kontinuierlich in bestehende oder neue Privatmarktfonds reinvestieren, was starke Beziehungen zu den Managern und eine ständige Überwachung der

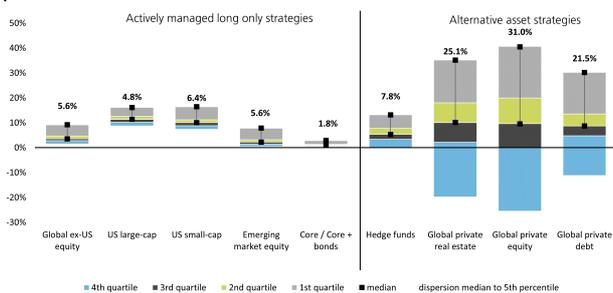
Zeitpläne für die Mittelbeschaffung der Top-Manager erfordert.

- **Die Managerauswahl macht den Unterschied.** Die Auswahl der Manager hat erheblichen Einfluss auf die Performance von Privatmarktanlagen, was sich an der grossen Lücke zwischen den Privatmarktfonds des oberen und des unteren Quartils zeigt. Jeder Fonds umfasst ein ganz bestimmtes Portfolio und die Bestände werden nur selten mit anderen Managern geteilt. Dies unterstreicht die Bedeutung der Managerauswahl. Abbildung 8 zeigt, dass die Renditedifferenz zwischen den Privatmarktfonds des oberen und des unteren Quartils generell höher ist als bei öffentlichen Aktien- und Fixed-Income-Fonds. Die Renditen weichen auch in Fonds aus verschiedenen Jahrgängen erheblich voneinander ab.
- **Der Zugang zu Top-Managern ist beschränkt.** Die von den besten Managern verwalteten Privatmarktfonds haben in aller Regel nur eine beschränkte Kapazität (Fondsgrösse) sowie hohe Mindestanlagebeträge und Nettovermögenserfordernisse. Zudem sind sie häufig überzeichnet, sodass sich die Fondsmanager ihre Anleger aussuchen können. Die Kapazität dieser Fonds ist oftmals begrenzt und teilweise erhalten nur langfristig wiederkehrende Limited Partner überhaupt Zugang. Daher ist eine gute Beziehung mit dieser Kategorie von Managern oder ein ähnlicher Zugang über einen Vermittler wichtig für Anleger, damit sie von den historisch attraktiven Renditen einer Allokation an den Privatmärkten profitieren können.

Grösse, Expertise, bevorzugtem Grad der Kontrolle sowie gewünschtem Zeithorizont und Engagement der richtige ist.

- So können Anleger **Direktanlagen** in Unternehmen und Vermögenswerten tätigen. Allerdings bedarf es hierfür einer Menge Erfahrung, um die Vorteile und Risiken von Unternehmen aus verschiedenen Branchen zu beurteilen. Dies erfordert auch einen grösseren Umfang und kann im Hinblick auf eine angestrebte Diversifikation mühsam sein.
- Anleger können zudem **Co-Investments** mit dem General Partner tätigen, der die Verantwortung für das Management trägt. So erhalten Anleger die Möglichkeit, direkt an der Seite bestimmter Privatmarktfonds-Manager in Unternehmen zu investieren.
- Anleger können Limited Partner in **neu aufgelegten Privatmarktfonds werden**. Der Fondsmanager kümmert sich um die Auswahl der Anlagen und die Investitionen sowie um die Portfoliodiversifikation und ein aktives Risiko- und Portfoliomanagement. Privatmarktfonds erfordern üblicherweise einen hohen Mindestanlagebetrag, weshalb Anleger den Zugang zu einem starken Netzwerk von Fondsmanagern sicherstellen müssen.
- Anleger, die weniger investieren möchten, können in **sogenannte Feederfonds** investieren, die einer wesentlich grösseren Anlegerschaft offenstehen. Die Anleger profitieren von einem institutionellen Ansatz, da die Fonds oft von Privatbanken genutzt werden, um Anlegerinteressen in einer einzigen grösseren Investition in einen Privatmarktfonds zusammenzufassen. Dafür werden von den Anlegern zusätzliche Gebühren erhoben.
- **Dachfonds** bündeln das Kapital der Anleger, um ein diversifiziertes Portfolio von Privatmarktfonds aufzubauen. Sie können daher insbesondere für Erstanleger attraktiv sein. Die Anleger geben die Kontrolle in professionelle Hände mit institutioneller Erfahrung und erhalten dadurch Zugang zu ansonsten schwer zugänglichen Top-Managern.

Abb. 8: Streuung der Renditen öffentlicher versus privater Fonds



Quelle: Cambridge Associates, Morningstar Direct, UBS. Die Daten erstrecken sich auf einen Zeitraum vom 1. Juli 2008 bis zum 30. September 2022.

Anlagemöglichkeiten an den Privatmärkten

Anleger haben eine Reihe verschiedener Möglichkeiten, Privatmarktanlagen in ihr Portfolio aufzunehmen. Jeder Anleger muss selbst entscheiden, welcher Ansatz je nach

- **Sekundäranlagen** finden statt, wenn ein Käufer bestehende private Vermögenswerte erwirbt. Der Sekundärmarkt ermöglicht Limited Partnern einen frühzeitigen Ausstieg und neuen Investoren den Erwerb privater Vermögenswerte, die oftmals mit einem Abschlag zu haben sind und im Performancezyklus bereits weiter fortgeschritten sind, wodurch der J-Kurven-Effekt abgemildert wird.
- **Semi-liquide Fonds** sind Strukturen ohne Laufzeitbegrenzung, die Anlegern die Möglichkeit zur regelmässigen Zeichnung und Rückgabe von Private-Equity-Anteilen geben. Käufer können hier in ein bestehendes Portfolio von Vermögenswerten einsteigen

und sofort Einnahmen erzielen. Anders als bei geschlossenen Fonds gibt es keinen J-Kurven-Effekt. Es können jedoch durchaus anfängliche Sperrfristen, Warteschlangen für Zusagen und Beschränkungen auf Anleger- oder Fondsebene gelten.

Risiken von Investitionen in Privatmarktfonds

Investoren in Privatmarktfonds müssen die im Folgenden dargelegten Risiken berücksichtigen. Tatsächlich können sich viele dieser Faktoren zugunsten der Investoren auswirken, solange die Erwartungen der Investoren und Manager im Voraus gesteuert werden.

- **Illiquidität:** Wenn Anleger in einen Privatmarktfonds investieren, müssen sie mit erheblicher Illiquidität rechnen. Diese Illiquidität ermöglicht den Zugang zu weniger effizienten Märkten. Allerdings dürfen Anleger nicht davon ausgehen, dass sie regelmässig auf ihr Kapital zugreifen können oder Ausschüttungen erhalten werden. Ihre einzige potenzielle Option für Liquidität ist der Verkauf ihrer Anteile auf dem Sekundärmarkt, wo es möglicherweise gar kein Gebot gibt oder sie mit einem erheblichen Abschlag auf den fairen Wert verkaufen müssen (wenn der Fondsmanager dies überhaupt zulässt).
- **Ungewisse Cashflows:** Die Entscheidung über die Höhe und den Zeitpunkt der Mittelflüsse obliegt dem Manager. Die Limited Partner müssen abgerufenes Kapital innerhalb einer bestimmten Frist zur Verfügung stellen. Die Cashflows sind sowohl bei Kapitalabrufen in der Anfangsphase als auch bei Ausschüttungen an die Anleger in späteren Phasen nicht kalkulierbar.
- **Gebühren:** Die Manager von Privatmarktfonds erheben sowohl Verwaltungsgebühren (in der Regel im Bereich von 1,5% bis 2,0%) als auch Anreizgebühren (in der Regel im Bereich von 15% bis 20%). Diese Niveaus sind im Vergleich zu traditionellen Anlagefonds hoch. Die Anreizgebühr trägt jedoch zur Interessengleichheit bei, da der Manager nur dann bezahlt wird, wenn der Anleger attraktive Renditen erzielt. Die meisten Fonds geben einen Schwellenwert oder eine bevorzugte Rendite an, unterhalb derer der Manager keine Erfolgsprämie erhält.
- **Fehlende Kontrolle:** Investoren in Privatmarktfonds geben die Kontrolle über Investitionsentscheidungen, das Tempo von Investitionen und Ausstiegen, strategische und operative Angelegenheiten und andere wichtige Entscheidungen an den externen Fondsmanager ab. Zwar haben die Anleger damit nicht länger die Möglichkeit, ihre Unzufriedenheit mit dem Manager auszudrücken, indem sie «mit den Füssen wählen», allerdings gibt der Kontrollverzicht dem

Manager die notwendigen Werkzeuge an die Hand, um nach Möglichkeit eine Outperformance für die Investoren zu erzielen.

- **Blindpool-Risiko:** Anleger in Privatmarktfonds müssen sich auf lange Sicht im Voraus festlegen, ohne zu wissen, wie die zugrunde liegenden Investitionen aussehen werden. Dies wird als Blindpool-Risiko bezeichnet. Diese Dynamik kann durch Vertrautheit mit dem General Partner und seiner Erfolgsbilanz sowie durch eine angemessene Due Diligence gemässigt werden.
- **Begrenzte Offenlegung:** Die Offenlegung der Performance der zugrunde liegenden Investitionen erfolgt periodisch und kann begrenzter sein, da die Manager Zeit und Flexibilität benötigen, um mit den zugrunde liegenden Unternehmen zu arbeiten, und sich auf die langfristige Wertschöpfung konzentrieren. Auch die Bewertung von privaten Vermögenswerten ist mit Subjektivität und Annahmen verbunden und somit nicht unbedingt ein Hinweis auf die langfristige Performance oder das langfristige Potenzial.
- **Einsatz von Fremdkapital:** Hierbei handelt es sich nicht um ein pauschales Risiko. Bestimmte Privatmarktstrategien, wie zum Beispiel Buyout, verwenden beträchtliches Fremdkapital, was ein potenzielles Ausfallrisiko darstellt, wenn das Unternehmen unter Druck gerät. Viele Privatmarktstrategien verzichten hingegen gänzlich auf Fremdkapital. Ein umsichtiger Einsatz von Fremdkapital in der richtigen Situation hat jedoch in der Vergangenheit zu einer Steigerung der Renditen ohne erhebliches zusätzliches Risiko beigetragen.

Anhang

Ausgewählte Definitionen

- **Korrelation:** Das Ausmass, in dem die Schwankungen einer Variablen den Schwankungen einer anderen ähnlich sind.
- **Leverage:** Der Einsatz von Fremdkapital oder Schuldinstrumenten zur Steigerung der potenziellen Rendite (aber auch potenzieller Verluste) einer Anlage; ein einfaches Beispiel ist eine Hypothek, die bei Immobilientransaktionen zum Einsatz kommt.
- **Leveraged-Buyout-Fonds:** Eine Private-Equity-Strategie, die Fremdkapital nutzt, um die Kontrolle über ein Unternehmen zu erlangen.
- **Illiquiditätsprämie:** Die Prämie, die ein Anleger verlangen kann, je nachdem wie schwer es ist, das zugrunde liegende Wertpapier in Cash umzuwandeln.
- **Multiples:** Ein Begriff für Bewertungskennzahlen, die gewisse Aspekte des finanziellen Wohlergehens eines Unternehmens widerspiegeln, indem eine Kennzahl durch eine andere Kennzahl dividiert wird. Die Messgrösse im Zähler ist in der Regel grösser als die im Nenner, da die obere Messgrösse für gewöhnlich um ein Vielfaches höher ist als die untere Messgrösse.
- **Multiple Expansion:** Beschreibt den Anstieg einer bestimmten Bewertungskennzahl und die dadurch ausgedrückte Wertsteigerung einer zugrunde liegenden Anlage.
- **Value-add:** Beschreibt die operativen, unternehmerischen oder strukturellen Verbesserungen, die Privatmarktmanager durch die zugrunde liegenden Portfolioanlagen anstreben.
- **Cashflows:** Der Nettobetrag der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente, die in einen und aus einem Fonds fließen.
- **Public Market Equivalent (PME):** Eine Methode zur Umwandlung der Renditen an einem öffentlichen Markt in eine Benchmark, die mit den Renditen von Privatmarktanlagen verglichen werden kann.
- **IRR (Internal Rate of Return):** Eine Renditemethode, die für die Bewertung von Privatmarktanlagen herangezogen wird und den Diskontierungssatz reflektiert, bei dem der Barwert des künftigen Cashflows einer Anlage den Kosten der Anlage entspricht.
- **Gepoolte Rendite:** Eine Renditemethode zur Darstellung der Nettorendite, die auf der Grundlage der Gesamtheit aller Cashflows und Marktwerte berechnet wird, wie sie von den einzelnen Fondsmanagern in ihren Quartals- und Jahresberichten angegeben werden, abzüglich der Verwaltungsgebühren, Aufwendungen und Performancegebühren.
- **TVPI (Total Value to Paid In):** Eine Renditekennzahl, die das gesamte an den Anleger zurückgezahlte Kapital zuzüglich des im Fonds verbleibenden Restwerts geteilt durch das investierte Kapital darstellt.
- **Exit:** Die Zeitspanne, in der ein Anleger seine Positionen in Cash umwandeln kann, um sie innerhalb eines festgelegten Zeitraums aufzulösen.
- **IPO:** Der erstmalige Verkauf von Aktien durch ein privates Unternehmen an die Öffentlichkeit im Rahmen eines Börsengangs.
- **Standardabweichung:** Ein Mass für die Abweichung einzelner Werte vom Mittelwert der Verteilung. Je höher die Standardabweichung, desto grösser ist das Risiko.

- **Dry Powder:** Bezeichnet die Barreserven, über die eine Privatmarktgesellschaft verfügt, um künftige Verpflichtungen abzudecken, Vermögenswerte zu erwerben oder Übernahmen durchzuführen.
- **J-Kurve:** Veranschaulicht den Verlauf von anfänglich negativen Cashflows (Einzahlungen) hin zu positiven Cashflows (Ausschüttungen an den Anleger) über einen bestimmten Zeitraum.
- **Sponsor:** Der General Partner in einer Limited Partnership, der die Anleger mobilisiert und verpflichtet.
- **Sekundärer Buyout:** Bezeichnet einen Verkauf zwischen Privatmarktgesellschaften.
- **Trade Sale / Strategic Sale:** Bezeichnet den Verkauf eines Unternehmens an ein anderes Unternehmen, das in einer ähnlichen Branche tätig ist.
- **Vorrangige Schuldtitel:** Kredite oder Schuldtitel, die im Falle einer Liquidation vor nachrangigen Schuldverschreibungen und Kapitalbeteiligungen an den Vermögenswerten eines Unternehmens bedient werden.
- **Nachrangige Schuldtitel:** Kredite oder Wertpapiere, die hinsichtlich der Ansprüche auf Vermögenswerte oder Gewinne im Rang hinter anderen Krediten oder Wertpapieren stehen. Im Falle eines Schuldnerausfalls werden Gläubiger, die nachrangige Schuldtitel besitzen, erst dann ausbezahlt, wenn die Inhaber vorrangiger Schuldtitel vollständig bedient sind.
- **Jahrgang:** Bezeichnet das Jahr, in dem das erste Investitionskapital an ein Projekt oder Unternehmen fließt. Das entspricht dem Zeitpunkt, zu dem Wagniskapitalgeber, Private-Equity-Fonds oder Partnerschaften Kapital von ihren Investoren abrufen.
- **M&A:** Ist ein genereller Begriff, der sich auf die Konsolidierung von Unternehmen oder Vermögenswerten durch verschiedene Arten von Finanztransaktionen bezieht. M&A umfasst eine Reihe verschiedener Transaktionen wie Fusionen, Übernahmen, Konsolidierungen, öffentliche Übernahmeangebote, den Erwerb von Vermögenswerten und Übernahmen durch das Management.
- **Blind Pool:** Geld, das von mehreren Personen gesammelt und in einen Fonds eingezahlt und gewinnbringend angelegt wird. Dabei ist zu Beginn nicht festgelegt, welche Vermögenswerte erworben werden sollen.
- **Unit Economics:** Ein Mass für die direkten Erträge und Kosten eines bestimmten Geschäftsmodells auf Basis einer Einheit.
- **Minderheitsanteil:** Stellt eine nicht beherrschende Beteiligung von weniger als 50% an einem bestimmten Unternehmen dar.
- **Spin-off:** Beschreibt die Abspaltung eines unabhängigen Unternehmens von einer grösseren Muttergesellschaft.
- **Kontrollbestimmungen:** Ermöglichen einen gewissen Einfluss auf wichtige betriebliche und geschäftliche Angelegenheiten.
- **Rückgaberechte:** Räumen den Anlegern das Recht ein, vom Unternehmen nach einem bestimmten Zeitraum den Rückkauf ihrer Aktien zu verlangen.
- **Idiosynkratisches Risiko:** Das Risiko, das mit einer begrenzten Anzahl von Faktoren in Bezug auf ein bestimmtes Unternehmen verbunden ist. Dabei handelt es sich um Risiko, das nicht im Zusammenhang mit dem allgemeinen Marktrisiko steht.
- **Mitverkaufsrechte:** Geben einem Minderheitsaktionär das Recht, an einem von einem Mehrheitsaktionär initiierten Verkauf eines Unternehmens teilzunehmen.

Anhang

Die Anlagebeurteilungen des Chief Investment Office von UBS («CIO») werden durch Global Wealth Management von UBS Switzerland AG (in der Schweiz durch die FINMA beaufsichtigt) oder deren verbundenen Unternehmen («UBS»), die Teil der UBS Group AG («UBS-Konzern») sind, aufbereitet und veröffentlicht. Der UBS-Konzern umfasst die Credit Suisse AG, ihre Tochtergesellschaften, Filialen und verbundenen Unternehmen. Der für Credit Suisse Wealth Management relevante Zusatz-Disclaimer ist am Ende dieses Abschnitts zu finden.

Die Anlagebeurteilungen wurden im Einklang mit den gesetzlichen Erfordernissen zur Förderung der **Unabhängigkeit des Anlageresearch** erstellt.

Allgemeines Anlageresearch – Risikohinweise:

Diese Publikation dient **ausschliesslich zu Ihrer Information** und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die in dieser Publikation enthaltene Analyse ist nicht als persönliche Empfehlung aufzufassen und berücksichtigt weder die Anlageziele noch die Anlagestrategien oder die finanzielle Situation oder Bedürfnisse einer bestimmten Person. Sie basiert auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen können zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Bestimmte Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuftem Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab (ausgenommen sind Offenlegungen, die sich auf UBS beziehen). Alle Informationen und Meinungen sowie angegebenen Prognosen, Einschätzungen und Marktpreise sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Hierin geäusserte Meinungen können von den Meinungen anderer Geschäftsbereiche von UBS abweichen oder diesen widersprechen, da sie auf der Anwendung unterschiedlicher Annahmen und/oder Kriterien basieren.

Dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen (einschliesslich Prognosen, Werte, Indizes oder sonstiger berechneter Beträge («Werte»)) dürfen unter keinen Umständen für folgende Zwecke verwendet werden: (i) für Bewertungs- oder buchhalterische Zwecke; (ii) zur Bestimmung der fälligen oder zahlbaren Beträge, Preise oder Werte von Finanzinstrumenten oder -verträgen; oder (iii) zur Messung der Performance von Finanzinstrumenten, einschliesslich zwecks Nachverfolgung der Rendite oder Performance eines Werts, Festlegung der Vermögensallokation des Portfolios oder Berechnung der Performance Fees. UBS und ihre Direktoren oder Mitarbeiter könnten berechtigt sein, jederzeit Long- oder Short-Positionen in hierin erwähnten Anlageinstrumenten zu halten, in ihrer Eigenschaft als Auftraggeber oder Mandatsträger Transaktionen mit relevanten Anlageinstrumenten auszuführen oder für den Emittenten beziehungsweise eine mit diesem Emittenten wirtschaftlich oder finanziell verbundene Gesellschaft bzw. das Anlageinstrument selbst andere Dienstleistungen zu erbringen. Zudem könnten Mitglieder der Konzernleitung bei der Emittentin oder einer mit ihr verbundenen Gesellschaft als Verwaltungsräte tätig sein. Die von UBS und ihren Mitarbeitern getroffenen Anlageentscheidungen (einschliesslich der Entscheidung, Wertpapiere zu kaufen, verkaufen oder zu halten) könnten von den in den Research-Publikationen von UBS geäusserten Meinungen abweichen oder ihnen widersprechen. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. UBS setzt Informationsbarrieren ein, um den Informationsfluss aus einem oder mehreren Bereichen innerhalb von UBS in andere Bereiche, Einheiten, Divisionen oder verbundene Unternehmen von UBS zu steuern. Der Termin- und Optionenhandel eignet sich nicht für jeden Anleger, da ein erhebliches Verlustrisiko besteht und die Verluste den ursprünglich investierten Betrag übersteigen können. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Der/Die Analyst(en), der/die diesen Bericht erstellt hat/haben, kann/können zum Zweck der Sammlung, Zusammenfassung und Interpretation von Marktinformationen mit Mitarbeitern des Trading Desk und des Vertriebs sowie anderen Gruppen interagieren.

Verschiedene Bereiche, Gruppen und Mitarbeitende innerhalb des UBS-Konzerns können **unabhängig voneinander** separate Research-Produkte erstellen und verteilen. Zum Beispiel werden Research-Publikationen des **CIO** von UBS Global Wealth Management erstellt. **UBS Global Research** hingegen wird von UBS Investment Bank erstellt. **Die Research-Methoden und Rating-Systeme der einzelnen Research-Organisationen können voneinander abweichen**, beispielsweise mit Blick auf die Anlageempfehlungen, den Anlagehorizont, Modellannahmen und Bewertungsmethoden. Somit können auch die von den einzelnen Research-Organisationen bereitgestellten Anlageempfehlungen, Ratings, Preisziele und Bewertungen voneinander abweichen oder inkonsistent sein – mit der Ausnahme bestimmter Wirtschaftsprognosen (bei denen UBS CIO und UBS Global Research zusammenarbeiten können). Bei jedem einzelnen Research-Produkt sollten Sie die Einzelheiten zu dessen Methodologie und Rating-System beachten. Nicht alle Kundinnen und Kunden haben Zugang zu allen Produkten von jeder Organisation. Jedes Research-Produkt unterliegt jeweils den Richtlinien und Verfahren der Organisation, von der es verfasst wird.

Verschiedene Bereiche, Gruppen und Mitarbeitende innerhalb des UBS-Konzerns können **unabhängig voneinander** separate Research-Produkte erstellen und verteilen. Zum Beispiel werden Research-Publikationen des **CIO** von UBS Global Wealth Management erstellt. **UBS Global Research** hingegen wird von UBS Investment Bank erstellt. **Credit Suisse Global CIO Office Research** wird von Credit Suisse Wealth Management erstellt. **Credit Suisse Securities Research** wird von Credit Suisse unter der Funktion Securities Research innerhalb der Investment Banking Division erstellt. **Die Research-Methoden und Rating-Systeme der einzelnen Research-Organisationen können voneinander abweichen**, beispielsweise mit Blick auf die Anlageempfehlungen, den Anlagehorizont, Modellannahmen und Bewertungsmethoden. Somit können auch die von den einzelnen Research-Organisationen bereitgestellten Anlageempfehlungen, Ratings, Preisziele und Bewertungen voneinander abweichen oder inkonsistent sein – mit der Ausnahme bestimmter Wirtschaftsprognosen (bei denen UBS CIO und UBS Global Research zusammenarbeiten können). Bei jedem einzelnen Research-Produkt sollten Sie die Einzelheiten zu dessen Methodologie und Rating-System beachten. Nicht alle Kundinnen und Kunden haben Zugang zu allen Produkten von jeder Organisation. Jedes Research-Produkt unterliegt jeweils den Richtlinien und Verfahren der Organisation, von der es verfasst wird.

Die Vergütung des/der Analysten, der/die diesen Bericht erstellt hat/haben, wird ausschliesslich durch Research Management und das Senior Management (ohne Investment Banking) bestimmt. Die Vergütung der Analysten basiert nicht auf den Erträgen aus dem Investment Banking,

Verkauf und Handel oder Eigenhandel. Die Vergütung kann jedoch in Bezug zu den Erträgen des UBS-Konzerns als Ganzes stehen, wozu auch das Investment Banking, der Verkauf und Handel sowie der Eigenhandel gehören.

Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation ab und kann sich in Zukunft ändern. UBS erbringt keine Rechts- oder Steuerberatung und macht keinerlei Zusicherung im Hinblick auf die steuerliche Behandlung von Vermögenswerten oder deren Anlagerenditen – weder im Allgemeinen noch in Bezug auf die Verhältnisse und Bedürfnisse eines spezifischen Kunden. Wir können nicht auf die persönlichen Anlageziele, finanziellen Situationen und Bedürfnisse unserer einzelnen Kunden eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor jeder Investition Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren.

Dieses Material darf ohne vorherige Einwilligung von UBS nicht reproduziert werden. Sofern nicht etwas anderes schriftlich vereinbart wurde, untersagt UBS ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieses Materials an Dritte. UBS übernimmt keinerlei Haftung für Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieses Materials resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden. Informationen darüber, wie das CIO Konflikte regelt und die Unabhängigkeit seiner Anlagebeurteilungen, des Publikationsangebots, des Research sowie der Ratingmethoden aufrechterhält, finden Sie unter www.ubs.com/research-methodology. Weitere Informationen über die jeweiligen Autoren dieser und anderer CIO-Publikationen, auf die in diesem Bericht verwiesen wird, sowie Kopien von vergangenen Berichten zu diesem Thema können Sie bei Ihrem Kundenberater bestellen.

Wichtige Informationen über nachhaltige Anlagestrategien: Nachhaltige Anlagestrategien versuchen, die Faktoren Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (ESG) beim Anlageprozess und Portfolioaufbau miteinzubeziehen. Strategien wenden ESG-Analysen je nach der Region unterschiedlich an und integrieren die Ergebnisse auf verschiedene Weise. Die Einbeziehung von ESG-Faktoren oder Aspekten des nachhaltigen Investierens könnte die Fähigkeit von UBS beeinträchtigen, bestimmte Anlagechancen zu nutzen oder zu empfehlen, die andernfalls zu den Anlagezielen des Kunden oder der Kundin passen würden. Die Renditen eines Portfolios, das ESG-Faktoren oder Erwägungen des nachhaltigen Investierens einbezieht, sind unter Umständen geringer oder höher als die eines Portfolios, bei dem UBS keine ESG-Faktoren, Ausschlusskriterien oder anderen Nachhaltigkeitsthemen berücksichtigt. Zudem kann ein solches Portfolio Unterschiede hinsichtlich der Anlagechancen aufweisen.

Externe Vermögensverwalter / Externe Finanzberater: Für den Fall, dass dieses Research oder die Publikation an einen externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausgegeben wird, untersagt UBS dem externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausdrücklich, diese an ihre Kunden und / oder Dritte weiterzugeben beziehungsweise zur Verfügung zu stellen.

USA: Diese Publikation darf weder in den USA noch an «US persons» verteilt werden.

Länderinformationen finden Sie unter ubs.com/cio-country-disclaimer-gr oder fragen Sie Ihren Kundenberater nach vollständigen Risikoinformationen.

Zusatz-Disclaimer für Credit Suisse Wealth Management

Dieses Dokument erhalten Sie in Ihrer Eigenschaft als Kunde von Credit Suisse Wealth Management. Ihre personenbezogenen Daten werden gemäss der Datenschutzerklärung der Credit Suisse verarbeitet, auf die Sie an Ihrem Domizil über die offizielle Website der Credit Suisse <https://www.credit-suisse.com> zugreifen können. Um Ihnen Marketingmaterial zu unseren Produkten und Dienstleistungen senden zu können, ist die UBS Group AG berechtigt, Ihre grundlegenden personenbezogenen Daten zu verarbeiten (d.h. Kontaktangaben wie Name, E-Mail-Adresse), bis Sie uns mitteilen, dass Sie diese Unterlagen nicht mehr erhalten möchten. Sie können die Zusendung dieser Unterlagen jederzeit durch Mitteilung an Ihren Relationship Manager widerrufen.

Soweit in diesem Dokument nicht anders angegeben und /oder abhängig von der lokalen Einheit der Credit Suisse, von der Sie diesen Bericht erhalten, wird dieser Bericht von der Credit Suisse AG verteilt, einem von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) zugelassenen und regulierten Unternehmen. Die Credit Suisse AG ist ein Unternehmen der UBS Group.

Fassung D/2023. CIO82652744

© UBS 2023. Das Schlüsselssymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.