

## Strategische Vermögensanlage und Illiquidität

Von Stefan Freytag und Jakob von Ganske

Sind illiquide Anlagen als Kriseninvestments geeignet? Diese Frage stellt sich mancher Investor in Zeiten makroökonomischer Unsicherheit. Für eine Antwort lohnt sich ein Blick auf zwei institutionelle Langfristanleger, die vielen Stiftungen als Vorbild dienen: den Yale Endowment Fund (YEF) und den Norway Government Pension Fund (NGPF). Der YEF verwaltet ein Volumen von zirka 25,5 Milliarden Dollar. Der NGPF bewirtschaftet ein Volumen von rund 920 Milliarden Euro. Das Vermögen wird auf der Grundlage einer konsensfähigen, transparenten, langfristigen Benchmark von der norwegischen Zentralbank verwaltet.

Beide Institutionen haben vergleichbare Investmentziele und einen langfristigen Anlagehorizont, investieren aber nach konzeptionell unterschiedlichen Anlagephilosophien. Der NGPF investiert hauptsächlich passiv und liquide. Yale dagegen glaubt an aktives Management und an illiquide Anlageklassen. Die aus öffentlichen Quellen ableitbare strategische Asset Allokation beider Institutionen zeigt die unterschiedliche Investmentphilosophie beim Thema Illiquidität: Der YEF hat rund 75 Prozent seines Investitionsvolumens in illiquiden Anlagen, der NGPF etwa 5 Prozent. Auch erkennt man, dass Yale kaum in Anleihen investiert, sondern auf Hedgefonds und Immobilien setzt. Das Bild könnte beim NGPF kaum unterschiedlicher sein: Liquide Anleihen und Aktien stellen 95 Prozent des Portfolios dar.

Die Logik hinter den illiquiden Investments des YEF ist der erhoffte Abgriff einer strukturellen Renditekomponente: der Liquiditätsprämie. Die Liquiditätsprämie begründet sich in der Theorie dadurch, dass ein Investor in eine Anlage investiert, für die kein liquider Markt und keine kontinuierliche Preisbildung anhand von Angebot und Nachfrage vorliegt. Für die damit einhergehenden Nachteile steht dem Investor eine Prämie zu. Was genau sind aber die Nachteile, und welche Auswirkungen haben sie?

Um diese Frage zu beantworten, wurden für die Allokationen des YEF und NGPF jeweils 10000 Szenarien erstellt, welche die möglichen Entwicklungen der beiden Strategien kurz- und langfristig aufzeigen. Es entsteht der Eindruck, dass Yale in ein attraktiveres Portfolio alliiert hat: Der langfristige Renditeerwartungswert liegt ganze 2 Prozentpunkte höher relativ zum NGPF, der potentielle Verlust auf ein Jahr im Falle von sehr negativen Marktszenarien ist allerdings nur knapp 5 Prozentpunkte höher. Welcher Investor würde sich eine solche Chance ent-

gehen lassen: 2 Prozentpunkte mehr langfristige erwartete Rendite bei „nur“ 5 Prozentpunkten mehr potentiell Verlust in extrem negativen Marktszenarien? Die kurzfristigen Risiken sind in Yale im Vergleich zur langfristig erwarteten Rendite „zu schön, um wahr zu sein“.

Wie steht es aber um die langfristigen Risiken? Hier zeigt sich ein dramatischer Wandel im Rendite-Risiko-Profil von Yale: Die Volatilität steigt in zehn Jahren um ganze 6 Prozentpunkte, die kumulierten Extremrisiken um 45 Prozentpunkte. Das bedeutet, dass Yale im Falle von extrem negativen Marktszenarien auf ein Jahr etwa 29 Prozent Verlust erleiden kann, wohingegen nach 10 Jahren kumuliert ein Wertverlust von bis zu 74 Prozent möglich ist. Beim NGPF ist das Bild anders: Die Volatilität steigt im Zeitverlauf kaum, die Extremrisiken entwickeln sich mit 17 Prozentpunkten Unterschied nach 10 Jahren deutlich konservativer.

Hinter diesen Unterschieden steckt ein statistisches Phänomen – die Autoregression, umgangssprachlich auch Renditeglättung genannt. Sie resultiert daraus,

dass die Wertentwicklung einer illiquiden Assetklasse stark von der eigenen vergangenen Wertentwicklung abhängt. Dieses statistische Phänomen ist ein Ergebnis der fehlenden kontinuierlichen Preisbildung durch liquide Märkte.

Wer Simulationsergebnissen misstraut, der schaue auf die tatsächlichen realisierten Renditen. Vergleicht man die Entwicklungen der beiden Strategien in den Jahren 2008 bis 2010 (Jahresrendite jeweils von Juni bis Juni), dann fällt Folgendes auf: Von Juni 2007 bis Juni 2008 fällt beim NGPF eine negative Entwicklung von rund minus 7 Prozent an, während Yale einen Ertrag von 4,5 Prozent erwirtschaftet. Im folgenden Jahreszeitraum Juni 2008 bis Juni 2009 hat der NGPF einen Verlust von etwa minus 11 Prozent, während Yale 24,6 Prozent verliert. Von 2009 bis 2010 wiederum erholt sich der NGPF mit rund 15 Prozent, während Yale lediglich rund 9 Prozent realisiert. Von 2010 bis 2011 steigt Yale um rund 22 Prozent, der NGPF nur um etwa 14 Prozent. Dies suggeriert, dass Yale einen Teil seiner Verluste und Erträge zeitversetzt reali-

siert. Dieser Zeitverzug zeigt die durch die Simulationsrechnung bereits vermutete Renditeglättung nochmals historisch.

Natürlich kann man behaupten, diese Zahlen wären fondsspezifisch. Tatsächlich ergibt die Wertentwicklung von zwei Benchmark-Indizes für Private Equity und für Venture Capital ein ähnliches Bild – auch ein Resultat der Renditeglättung. Wieso sind illiquide Anlagen also kurzfristig risikoärmer und produzieren in Krisen verhältnismäßig geringe Verluste? Die Antwort lautet: Weder sind illiquide Anlagen risikoärmer als äquivalente liquide Assets, noch sind sie per se besser als Kriseninvestments geeignet. Durch das Fehlen eines liquiden Markts und einer kontinuierlichen Preisbildung werden Renditeentwicklungen zeitversetzt realisiert und damit quasi „verschleiert“.

Deswegen steigen langfristig die Risiken des Fonds der Yale University so stark an und deswegen sind 2008 die Verluste der illiquiden Assetklassen Private Equity und Venture Capital vergleichsweise so gering. Auch die Entwicklung von Yale relativ zur Entwicklung des NGPF

während und nach der Finanzmarktkrise ist dieser Ursache geschuldet.

Das schwerwiegendste Problem illiquider Assets leitet sich aus dieser Argumentation ab: Es liegt in der Produktauswahl, also der Frage, in welche Private Equity Fonds, Immobilien oder Hedgefonds nun faktisch investiert werden soll. Wie soll ein Fonds bewertet werden, der aufgrund von Renditeglättung und nichtkontinuierlicher Bewertung erst in fünf bis zehn Jahren eine belastbare Einschätzung seines wahren Risikos erlaubt? Oder anders ausgedrückt: Wenn man sich in der Asset-Management-Industrie schon darüber uneins ist, ob liquide aktive Fonds (mit einer größtenteils belastbaren Datenlage) einen risikoadjustierten Mehrwert gegenüber ihrer Benchmark generieren, wie soll man dies erst bei illiquiden Fonds ohne belastbare Daten eruieren?

Daraus wird offensichtlich, dass eine Produktauswahl nur mit viel Ressourceneinsatz und spezialisiertem Knowhow bei der qualitativen und quantitativen Bewertung, Entwicklung und Optimierung eines illiquiden Portfolios erfolgen sollte. Fehlt ein solcher, sind Investments in illiquide Assetklassen eine langfristige Wette, deren mögliche Endszenerarien man nicht einschätzen kann.

Stefan Freytag ist Vorstand der Deutsche Oppenheim Family Office AG, Jakob von Ganske ist dort Leiter der Abteilung Investment Consulting und Risikomanagement.