

Erkenntnisse aus Forschung und Praxis

# Auf der Suche nach der Liquiditätsprämie

Warum sollten Anleger illiquider Anlagen mit höheren Renditen oder einer Liquiditätsprämie entschädigt werden? Ist dies tatsächlich der Fall – und wenn ja, wie hoch ist die Prämie?

IN KÜRZE

Die Rendite einer Investition setzt sich aus verschiedenen Komponenten zusammen. Einen Faktor wie die Liquiditätsprämie zu isolieren, ist schwierig.

Aufgrund der Struktur ihrer Verbindlichkeiten haben viele Pensionskassen die Möglichkeit, ihr Kapital bis zu einem gewissen Grad in illiquiden Anlagen anzulegen. Als Gegenleistung für die Übernahme des Risikos von weniger leicht handelbaren Vermögenswerten erwarten die Anleger langfristig eine Mehrrendite gegenüber vergleichbaren liquiden Anlagen.

Im Allgemeinen wird Liquidität dabei als die Leichtigkeit verstanden, mit der Wertpapiere gehandelt werden können. Die meisten Anlageklassen sind eher illiquider Natur, nur kotierte Aktien und Obligationen gelten als wirklich liquide.<sup>1</sup>

## Was macht Liquidität aus?

Die Liquidität bestimmter Vermögenswerte wird durch verschiedene Faktoren beeinflusst. Transaktionskosten stellen die primäre Illiquiditätsquelle dar. Darunter fallen Fixkosten, die für die Abwicklung einer Transaktion anfallen. Für institutionelle Anleger, die kotierte Aktien handeln, sind diese Kosten gering, da alle Transaktionen in einem stark regulierten Markt elektronisch abgewickelt werden. Für Investitionen in bestimmte alternative Anlageklassen können diese Kosten jedoch erheblich werden, da diverse Intermediäre wie Makler und Rechtsanwälte in den Transaktionsprozess einbezogen werden müssen. Höhere Kosten verteuern den Handel und reduzieren die Handelbarkeit.

Nachfragedruck und Inventarrisiko sind eine weitere Quelle von Illiquidität. In vielen Märkten werden Verkäufe über einen sogenannten Market Maker abgewickelt. Dieser verlangt jedoch eine Ent-

schädigung für die Kosten und Risiken, denen er durch die Lagerung der Vermögenswerte (beispielsweise Rohstoffe) ausgesetzt ist.

Private Informationen und Suchfraktionen beim Fehlen eines zentralisierten Markts sind ebenfalls eine mögliche Ursache für Illiquidität. Als Entgelt für dieses Risiko können substantielle Abweichungen zwischen dem offerierten Kauf- und Verkaufspreis entstehen. In regulierten Märkten ist von der Geld-Brief-Spanne die Rede, die mitunter sehr ausgeprägt sein kann und den Handel einschränkt.

## Keine Konstante

Die Liquiditätsprämie<sup>2</sup> ist – wie alle Risikoprämien – nicht konstant und kann im Zeitablauf beträchtlich schwanken. In Zeiten, in denen das Angebot an Finanzierungsmitteln für illiquide Projekte begrenzt ist, dürfte die Prämie hoch sein, und umgekehrt. Der Ausbruch der Finanzkrise mit dem Lehman-Kollaps führte im letzten Quartal 2008 zu einem deutlichen Anstieg der Liquiditätsprämien. Selbst liquide Wertpapiere erfuhren zum Teil eine erhebliche Einschränkung ihrer Handelbarkeit.<sup>3</sup> Illiquide Anlagen wurden oftmals nicht oder nur zu einem deutlichen Preisabschlag gehandelt.

Die Angabe einer allgemein gültigen Grösse für die Liquiditätsprämie einer Anlageklasse ist nur schon aus diesem Grund kaum möglich. Zudem kommen bei den illiquideren Anlagekategorien andere Faktoren hinzu, wie die Problematik der niedrigeren Datenqualität



**Claudia Emele**

Dr. oec.,

CIO Avadis Vorsorge AG,

CEO Avadis Anlagestiftungen

<sup>1</sup> Siehe dazu Artikel Bezak/Binder, Seite 50.

<sup>2</sup> Die Liquiditätsprämie wird oft auch als Illiquiditätsprämie bezeichnet.

<sup>3</sup> Siehe dazu Artikel Schiller, Seite 61.

oder die Einflussnahme des Portfoliomanagers auf die Rendite. Angaben zu historischen oder künftigen Liquiditätsprämien sollten daher immer mit einer gewissen Vorsicht interpretiert werden.

Eine Reihe von wissenschaftlichen Studien haben empirische Daten analysiert, um die Existenz einer Liquiditätsprämie zu bestätigen oder zu widerlegen und ihre Höhe zu messen. Die Ergebnisse der empirischen Literatur variieren stark, untermauern jedoch grundsätzlich die Existenz einer Prämie für die Übernahme des Illiquiditätsrisikos.

Die Schätzungen der Liquiditätsprämie für illiquide Anlagen können – je nach Anlageklasse, Zeitraum, Datenquelle und Methodik – deutlich über 3 Prozent pro Jahr (p.a.) liegen. Für Private Equity und direkte Immobilienanlagen wird die Höhe der Liquiditätsprämie, die im langfristigen Schnitt erwirtschaftet werden kann, auf circa 3 Prozent p.a. geschätzt. Die Liquiditätsprämie für Private Debt dürfte sich im Rahmen von 2 bis 3 Prozent p.a. bewegen.<sup>4</sup> Zur Frage der Liquiditätsprämie sind zwei konkrete Beispiele im Kasten zu lesen.

### Weniger Liquidität, höhere Prämie

Je grösser das Liquiditätsrisiko, desto höher ist im Prinzip die erwartete Liquiditätsprämie. Dieser Grundsatz garantiert jedoch mit steigender Illiquidität noch keine höhere Rendite per se. Neben dem Liquiditätsrisiko und dem Marktrisiko (Beta) kommt ein wesentliches Element hinzu, das die beobachtbare Anlagerendite massgeblich beeinflusst: das Können und Wissen des Portfoliomanagers (Alpha).

Managerfähigkeiten beeinflussen die Rendite illiquider Anlagen vor allem

<sup>4</sup> Robert S. Harris, Tim Jenkinson und Steven N. Kaplan: «Private Equity Performance: What Do We Know?», SSRN, April 2013; IPF Research Programme 2011-2015, Summary: «Liquidity in Commercial Property Markets», January 2015; Willis Towers Watson, Asset Research Team: «Understanding and measuring the illiquidity risk premium», March 2016; Mercer Health Wealth Career: «Seeking Returns in Private Markets», February 2017; Thijs Markwat und Roderick Molenaar: «The Ins and Outs of Investing in Illiquid Assets»; Franzoni F., Nowak E. and Phalippou L.: «Private Equity Performance and Liquidity Risk», The Journal of Finance, Volume 67, Issue 6 (2012), pp. 2341-2373.

## Zwei Fallbeispiele

### Schweizer Immobilien

Einer empirischen Untersuchung von liquiden Immobilienfonds versus illiquiden Anlagestiftungen im Schweizer Immobilienmarkt zufolge konnten Anlagestiftungen über den Zeitraum von 1998 bis 2014 eine Mehrrendite von durchschnittlich 0.5 Prozent gegenüber Immobilienfonds erzielen.\*

Zwar kann diese Zusatzrendite als Liquiditätsprämie interpretiert werden, doch sind möglicherweise auch andere Faktoren dafür verantwortlich. Aufgrund der konstanten Entwicklung des Inventarwerts von Anlagestiftungen sind die Schwankungen der Liquiditätsprämie primär den Preisveränderungen kotierter Anlagevehikel zuzuschreiben. Deren Performance hängt nicht ausschliesslich von der Wertentwicklung der Immobilien ab, sondern wird von unterschiedlichen Faktoren wie

Börsenpreisen, Wirtschaftsnachrichten und Analystenerwartungen beeinflusst.

Wie die Grafik verdeutlicht, können die bezahlten Börsenkurse zeitweise stark von den inneren Werten abweichen. In Phasen niedriger Zinsen mit starker Nachfrage nach Liegenschaften sind bei Immobilienfonds und Immobilienaktien typischerweise bedeutende Aufschläge – sogenannte Agios oder Prämien – gegenüber dem Inventarwert (NAV) zu beobachten. Die Kotierung von Immobilienanlagen an der Börse und die tägliche Handelbarkeit stellen eine Entfremdung von den zugrundeliegenden Charakteristiken von Immobilien dar.

\* Marc Trippel: «Renditen liquider und illiquider Immobilienanlagen im Vergleich. Eine Empirische Untersuchung Schweizerischer Immobilienanlagen», Masterthesis (2014).

Agios/Prämien in %



Quelle: Credit Suisse, Kennzahlen Schweizer Immobilienfonds, April 2018.

### US-Staatsanleihen

Eine weitere Form der Liquiditätsprämie lässt sich im amerikanischen Markt für US-Staatsanleihen beobachten, wo der «On the run/off the run»-Spread ein bekanntes Phänomen darstellt: Neu emittierte Anleihen, die «On the run» sind und rege gehandelt werden, weisen eine höhere Liquidität auf und sind höher bewertet als ältere «Off the run»-Anleihen, die meist bis zum Verfall von institutionellen Investoren in den Büchern gehalten werden.

Der Spread zwischen diesen zwei Obligationen verändert sich über die Zeit hinweg und reflektiert die Liquiditätsbedingungen auf dem US-Staatsobligationenmarkt. Während der Finanzkrise konnten dabei signifikante Illiquiditätseffekte festgestellt werden. Die amerikanische Notenbank platziert Treasury

Bonds mit Laufzeiten zwischen 20 und 30 Jahren und Treasury Notes mit 10 Jahren Laufzeit. Nach 10 Jahren müsste ein Treasury Bond mit einer ursprünglichen Laufzeit von 20 Jahren eigentlich gleich bewertet sein wie eine 10-jährige Treasury Note, da Laufzeit und Gegenpartierisiko identisch sind. Während der Finanzkrise handelten Treasury Bonds jedoch mehr als 5 Prozent unter dem Wert von Treasury Notes, was für einen der weltweit wichtigsten und grössten liquiden Märkte einen sehr grossen Liquiditätseffekt darstellt.\*

\* De Jong, F. and Driessen, J. (2012): «Liquidity Risk Premiums in Corporate Bond Markets», Quarterly Journal of Finance, vol. 2, no. 2; De Jong, F. and Driessen, J. (2013): «The Norwegian Government Pension Fund's potential for capturing illiquidity premiums», Tilburg University Research.

durch strategische und/oder operative Verbesserungen in den Portfoliounternehmen. Beispielsweise können die Betriebskosten durch Restrukturierungen gesenkt werden oder die Anlagenauslastung kann optimiert werden. Das Ertragspotenzial illiquider Anlagen wird daher nicht nur durch das Illiquiditätsprofil einer bestimmten Anlagekategorie bestimmt, sondern auch massgeblich durch die Auswahl der Portfoliomanager.

Je illiquider eine Anlage ist, desto grösser ist typischerweise die Streuung über die besten und schlechtesten Manager. Zudem ist die Performance der Portfoliomanager bei illiquiden Anlagen tendenziell nachhaltiger als bei liquiden, traditionellen Portfolios.

### **Diversifikation und Geduld sind gefragt**

Akademische Studien stützen die Existenz einer Liquiditätsprämie. Es ist jedoch problematisch, die Liquiditätsprämie von anderen Faktoren zu trennen, welche die Rendite illiquider Vermögenswerte bestimmen. Eine exakte Quantifizierung zu einem bestimmten Zeitpunkt ist schwierig. Langfristige Investoren dürften für illiquide Anlagen jedoch im Durchschnitt eine Prämie in der Grössenordnung von rund 3 Prozent pro Jahr erwarten.

Das Renditepotenzial von illiquiden Anlagen – in Abhängigkeit der Höhe der Liquiditätsprämie und der Art der Anlagemöglichkeiten – wird im Zeitablauf stark schwanken. Wie bei jeder Anlage-

klasse wird es schwierig sein, im Voraus einen idealen Einstiegspunkt für illiquide Anlagestrategien zu finden. Anleger, die systematisch Liquiditätsprämien abschöpfen wollen, bauen daher am besten ein breit und gut diversifiziertes Portfolio an illiquiden Anlagen auf – über Anlageklassen, Strategien, Manager und Laufzeiten hinweg.

Darüber hinaus dauert der Aufbau eines solchen Portfolios aufgrund der Struktur von Kapitalabrufen in der Regel mehrere Jahre und verwässert dabei die Auswirkungen der Bestimmung des richtigen Anlagezeitpunkts. ■