

Marktkommentar - Illusionen über illiquide Vermögenswerte

Viele von uns teilen die Wahrnehmung, daß eine Immobilie eine sichere Anlage darstellt und diese geringen Schwankungen im Wert unterliegt. Möglicherweise hängt dies eben auch mit der physischen Sichtbarkeit von massiven Bauten zusammen – im Vergleich zu alternativ fiktiven Anteilen an Unternehmen oder künftigen Zahlungsströmen aus Anleihen. Oder beruht dies vielleicht auf der Intransparenz des zugrundeliegenden Werts durch unregelmäßige, eher selten, wenn überhaupt, umgehängten Preisschildern?

Die potentielle Gefahr lauert bei illiquiden Vermögenswerten darin, daß eine persönliche Wahrnehmung durch veraltete und seltene Preisermittlungen zu einer Illusion von unrealistischer Sicherheit führt. Diese gedankliche Sicherheit basiert auf der Annahme, daß kurzfristige, externe Marktfaktoren kaum Einfluss auf den Wert des illiquiden Vermögensträgers nehmen, da diese eben nicht zeitnah reflektiert werden und somit zurückliegende Preise nach wie vor Gültigkeit haben.

Allerdings spricht eine Reihe von Tatbeständen gegen diese Wahrnehmung. Als einfachstes Beispiel ist der organisierte Kapitalmarkt zu nennen. Dort sind vielfältige Immobilienunternehmen, z.B. Bestandshalter und REITs, neben anderen Unternehmen gelistet. Veränderungen in den Einflussfaktoren wie steigende Zinsen oder geringere Gewinnmargen finden dort sofort in den Preisermittlungen ihre Berücksichtigung. Die Volatilität ist ähnlich hoch wie die des Gesamtaktienmarkts, jedoch mit leichter Sektorenanpassung. Im Falle eines Börsensturzes wie z.B. in 2007/2008 wurden diese Werte ebenso mit über 50% Verlust nach unten gerissen! Warum sollten sich also folglich börsennotierte Werte von privat gehaltenen Vermögenswerten in der Sicherheit sowie Schwankungsbreite unterscheiden?

Eher im Gegenteil! Kurzfristige Liquidität hat einen zusätzlichen Wert, da durch standardisierte Anteile und Prozesse, in kürzester Zeit der Transfer zu Cash möglich ist. Bei privat gehaltenen Werten muss in Zeiten des Umbruchs mit erheblichen Verzögerungen in den Abläufen und den individualisierten Verhandlungen gerechnet werden. Zusätzlich ist der Prozess mit beträchtlichen Transaktionskosten behaftet.

An der Börse erfolgt die Werteanpassung sehr zeitnah, bei illiquiden Werten benötigt die gedankliche Verarbeitung bzw. das Nichtwahrhabenwollen längere Zeit. Oder kann gar aus Gründen der Bilanzierung ausgesetzt werden. Ich erinnere mich an ein Zitat eines deutschen Pensionskassenmanagers: „in 2008/2009 haben uns unsere Private Equity Beteiligungen den Kopf gerettet“. Weil einfach kein zeitnahes Mark-To-Market stattgefunden hatte, d.h. die Beteiligungen wurden zu alten Preisen in den Büchern weitergeführt bzw. mit erheblicher Verspätung angepasst. Die Illusion lebte. Hätte man hingegen spontan verkaufen müssen, wären überproportionale Verluste angefallen. Jedoch als besonnener und langfristiger Investor muss man i.d.R. nicht überstürzt verkaufen.

Warum machen wir uns dann mit der kurzfristigen Volatilität des Kapitalmarkts verrückt, wenn wir hingegen bei intransparenten und illiquiden Werten ruhig schlafen können? Unsere persönliche Wahrnehmung spielt uns einen Streich und verkennt die Realität. Ob ein Unternehmen an der Börse notiert ist oder privat gehalten wird – makroökonomische Veränderungen treffen beide Unternehmen in gleichem Maße. Bei einem wird es nur sofort in der Bewertung angezeigt.

Wenn wir uns nun langfristig in den verschiedenen Anlageklassen strategisch positionieren, dann sollten wir auch stets fairerweise den gleichen realen Maßstab in der Risikobetrachtung ansetzen. Kurzfristige Schwankungsbreiten sollten uns daher nicht aus der Ruhe bringen.

Martin Hofberger
Managing Partner von Barius Capital