

Marktkommentar Q4 2011

Konnte man vor zwei bis drei Monaten die Reaktionen der Kapitalmärkte noch als orientierungslos subsumieren, so würde diese Beschreibung der kürzlichen Marktbewegungen nun der Bezeichnung Hilflosigkeit weichen. Der Ausgang der Eurokrise steht aktuell am Höhepunkt der Ungewissheit. Größere Kraftakte der europäischen Politelite münzten bisher lediglich in Ankündigungen zu Veränderungen – die Umsetzung steht nach wie vor aus und birgt nicht nur erhebliche Implementierungsrisiken, sondern wird sich ordentlich in die Länge ziehen – Zeit, die möglicherweise nicht mehr zur Verfügung steht.

Die Psychologie der Kapitalmarktteilnehmer ist inzwischen nachhaltig gestört und die Konzentration hat sich fast ausschließlich auf kurzfristige Risikobegrenzung verlagert. Der Kapitalmarkt wirft hierbei nun zwei zentrale Fragen auf:

- a) sind die Risiken in den jeweiligen Anlageklassen richtig bewertet und
- b) ergeben sich Marktopportunitäten durch Zeitarbitrage, d.h. können die Bedürfnisse kurzfristig ausgerichteter Marktteilnehmer mit langfristigen Investments ausgenutzt werden?

Beginnt man die Betrachtung am risikoärmeren Ende des Kapitalmarktuniversums, so muss man sich zunächst von der Illusion risikoloser Investmentinstrumente verabschieden.

Als illustratives Beispiel dienen deutsche Staatsanleihen. In der Vergangenheit als Fels in der Brandung angepriesen und als risikolose Benchmark zu anderen festverzinslichen Wertpapieren verglichen, untergraben derzeit mindestens drei kontemporäre Tendenzen diesen Status.

Die Errungenschaft der Gemeinschaftswährung des Euro gilt unisono als politisch und wirtschaftlich zu wichtiges Gut um aufgegeben zu werden, gerade im globalen (Wettbewerbs-) Kontext. Wenn nicht kurzfristig die Politik ein Lösungskaninchen aus dem Hut zaubert, erhöht sich die Wahrscheinlichkeit entweder der Emission von Eurobonds, durch welche Deutschland für Schulden fremder Staaten (teilweise) eintreten müsste, oder massiver Anleihenkäufe der EZB, welcher Deutschland bei sich ergebender Schiefelage als größtes europäisches Land proportional unter die Arme greifen müsste. Beide Aktionen würden die Kreditwürdigkeit Deutschlands substantiell verwässern.

Ferner ergeben die staatlichen Rekordschuldenstände auf europäischer Ebene sowie der zunehmende politische Druck auf die EZB große Sorge zu mittelfristig höheren Inflationsraten.

Nicht zuletzt darf man den Kapitalzufluss in deutsche Staatsanleihen nicht unberücksichtigt lassen. Sehr viel institutionelles Geld ist derzeit dort geparkt und das Angebot-Nachfrage-Verhältnis hat die Renditen entsprechend gesenkt. Keiner vermag zu sagen, wann und wie gleichzeitig diese Gelder den Parkplatz wieder verlassen möchten.

Diese Argumente können Kursverluste bei deutschen Staatsanleihen – in steigendem Ausmaß entlang der Zeitachse – verursachen und widerlegen die Vorstellung einer Risikolosigkeit. Fairerweise sollte erwähnt sein, dass ein Szenario eines kurzfristig geordneten oder ungeordneten Auseinanderfallens der Eurozone dieser Anlageklasse nützlich wäre.

Begibt man sich nun zum klassisch risikoreicher wahrgenommenen Ende des Kapitalmarktuniversums, so muss man sich zwangsläufig auch mit Unternehmensbeteiligungen bzw. Aktien auseinandersetzen.

Bei der Bewertung von Risiken ist die Perspektive des privaten Unternehmers hilfreich. Dieser definiert Risiko vorrangig in fundamental betriebswirtschaftlichen Dimensionen, d.h. nachhaltige Stabilität oder Steigerung der Gewinne durch z.B. bewährte Geschäftsmodelle, hohe Markteintrittsbarrieren, oder neue Wettbewerbspositionierungen hinsichtlich künftiger Marktentwicklungen. Höchstwahrscheinlich weitgehend losgelöst ist seine Risikowahrnehmung von dem, was in einer bestimmten Minute am Tag der Kapitalmarkt für sein Unternehmen zahlen würde. Über eine ähnliche Perspektive verfügt die Anlageklasse Private Equity, welche auch nicht jeden Tag einen Preis für die Beteiligungen gestellt bekommt.

Darüber hinaus ist landläufig bekannt, dass Handelsliquidität und Transparenz einen Wert verkörpern und somit börsennotierte Unternehmen grundsätzlich eine höhere Bewertung erzielen sollten bzw. die implizierten privaten Unternehmensbewertungen durch die Illiquidität einer noch höheren theoretischen Volatilität unterliegen. Dies gilt übrigens für alle Anlageinstrumente die nicht am Kapitalmarkt notiert sind und nicht einer fortlaufenden Preisfeststellung unterworfen sind, wie z.B. Immobilien, geschlossene Fonds, etc. Daher darf man nicht dem Irrglauben verfallen, es gäbe in diesen Anlageklassen keine oder geringe fundamentale Korrelation zu den täglich gepreisten Anlageklassen.

Schließlich befinden sich private und börsennotierte Unternehmen in der gleichen marktwirtschaftlichen Realität, nur die Wahrnehmung des Risikos der Anteilseigner erfolgt unterschiedlich. Analog würden private Unternehmer oder Private Equity Professionals keine schlaflose Nacht verbringen wenn die Börsenkurse plötzlich um 10% stürzen und keineswegs in gleichem Atemzug ihre Beteiligungen verkaufen, da sie die fundamentalen Werte der Unternehmen kennen und sicherlich darunter – unter normalen Umständen – keinen Verkaufspreis akzeptieren würden.

Bieten sich im Umkehrschluss langfristigen Investoren mit fundamentaler Orientierung in solchen Zeiten nicht günstige Einstiegsmöglichkeiten in börsennotierte Unternehmen? Sind Kursschwankungen an der Börse nicht eher als eine Chance zu begreifen, die man tatsächlich realisieren kann (versus private Unternehmen)?

Die sich daraus ergebenden Investmentstrategien basieren auf einem klaren fundamentalen Verständnis der Anlageklassen und der individuellen Investmentinstrumente, welche anhand der jeweiligen Chancen-Risiko-Verhältnisse bewertet werden. Oftmals erzeugen Marktverwerfungen größere Verschiebungen zu kurzfristigen Investmenthorizonten der Marktteilnehmer, welche wiederum zu langfristigen Investmentmöglichkeiten einladen.

Mit freundlichen Grüßen
Martin Hofberger