

## SIGLO Timeout Nr. 86 - Liquiditätsprämien

### Abstract

Der Begriff der Liquiditätsprämie oder eigentlich besser Illiquiditätsprämie suggeriert, dass illiquide Anlagen eine höhere Rendite abwerfen sollten als liquide Anlagen von gleichem Risiko. Das macht intuitiv Sinn und überzeugt. Leider gestaltet sich die Messung dieser Prämie relativ schwierig. Welche einfachen Gedanken man sich als Anleger dazu machen könnte, beschreiben wir in diesem Timeout.

### Ausgangslage

Die Existenz der Liquiditätsprämie ist in Theorie und Praxis unbestritten. Kein Anleger würde in eine illiquide Anlage investieren, wenn er für das identische Rendite-Risiko-Verhältnis auch eine liquide bekäme. Wer Geld in illiquide Anlagen investiert, erhofft sich davon eine Zusatzrendite, weil er Flexibilität aufgibt und Opportunitätskosten in Kauf nimmt. Das macht für uns intuitiv Sinn und dürfte sich für Anleger auch lohnen, sofern sie mit Sicherheit wissen, dass sie ihr Kapital nicht vorzeitig benötigen.

Schwieriger wird es, wenn wir diese Prämie zu quantifizieren versuchen. Denn wir wissen nur, dass sie über die Zeit und über verschiedene Anlageklassen hinweg schwankt aber wohl im langfristigen Durchschnitt existiert. Uns ist kein akademisches Paper bekannt, das Liquiditätsprämien glaubwürdig über die Anlageklassen hinweg präzise gemessen hätte. Es gibt zwar diverse empirische Versuche aber kein generell akzeptiertes Modell, das praktisch funktioniert oder zuverlässige Prognosen liefert.

Ein Grund liegt darin, dass sich Liquidität selbst kaum operationalisieren (präzise messen) lässt. Zudem schwankt sie stark über die Zeit und trocknet meistens im dümmsten Zeitpunkt aus, nämlich dann, wenn wir (oft gleichzeitig mit anderen Marktteilnehmern) unsere Anlagen verkaufen möchten. Entsprechend können wir die Liquiditätsprämien nur indirekt annähern, indem wir die Renditen liquider Anlagen mit solchen illiquider Anlagen der gleichen Anlageklassen und mit ähnlichen Risikoprofilen vergleichen.

Wir sind nicht in der Lage, das Problem im Timeout zu lösen und geben deshalb nur Tipps, wie wir die Liquiditätsprämie einschätzen und welche Fragen uns dabei relevant erscheinen. Eine Binsenwahrheit möchten wir zuerst aus dem Weg räumen; Jede Anlage ist liquide, wenn der Verkäufer dafür jeden Preis akzeptiert (oder akzeptieren muss). Gleichzeitig ist jede Anlage illiquide, wenn der geforderte Preis dafür am Markt als zu hoch erachtet wird. Leider hilft das

niemandem bei Anlagefragen weiter. Deshalb werden wir konkreter und schätzen die heutigen Liquiditätsprämien basierend auf den uns bekannten Renditen und Versprechen, die wir in den letzten Monaten gesehen haben. Wir listen dafür unsere subjektive Meinung und diejenige von diversen Managern gewisser alternativer und illiquider Anlageklassen auf.

### Von uns geschätzte Liquiditätsprämien

Für das heute populäre Non-IG-Direct Lending gegenüber Loans und HY-Bonds schätzen wir die Liquiditätsprämie auf 1-2% p.a. Erfahrene Manager sprechen im Schnitt von rund 2-3% p.a. und andere von 5% p.a., was aber eher von Vermarktungsüberlegungen getrieben scheint. Diese Liquiditätsprämie stellt für viele insitutionelle Investoren eines der Hauptargumente für eine Anlage in Private Debt dar und spielt somit eine wichtige Rolle vor den Anlageentscheiden. Selbstverständlich gibt es innerhalb der vielen verschiedenen Direct Lending Strategien noch Unterschiede, aber diese besprechen wir lieber in einem persönlichen Gespräch als im Timeout.

Bei Investment Grade Direct Lending, das auch Private Placement genannt wird und weniger bekannt ist als Direct Lending, liegt sie tiefer mit etwa 0.2-0.8% p.a. Die wenigen, oft grossen Anbieter sind unserer Erfahrung nach realistisch und betonen, dass für sie nur der Vergleich mit den IG-Unternehmensanleihen fair ist. Wir teilen diese Einschätzung. Zudem ist die Liquiditätsprämie im Vergleich zur Kreditrisikoprämie nicht geringer als bei anderen Anlageklassen, weil das Risiko für Private Placements auch deutlich geringer ist als für Non-IG-Anlageklassen und Strategien. Fast das gleiche Bild beobachten wir auf IG-Infrastructure Debt, wo gegenüber Staats- und Unternehmensanleihen mit Top-Ratings auch nur tiefe zweistellige Basispunkte drin liegen. Das wird aber von den Managern kaum bestritten und von Anlegern akzeptiert.

Für private ILS-Transaktionen gegenüber Cat Bonds erwarten wir eine Liquiditätsprämie von 1-3% p.a. wobei hier der Wahl der Perils eine

besonders hohe Bedeutung zukommt und einen fairen Vergleich erschwert. In unseren Augen spricht aber vieles dafür, diese Prämien genau zu prüfen, weil sie einerseits attraktiv sind und andererseits auch einen interessanten Diversifikationsbeitrag leisten können. Uns bekannte Manager sind im Schnitt und mit wenigen Ausnahmen relativ nahe an unserer Schätzung.

Bei Private Equity gegenüber kotierten Aktien ziehen wir den Joker und verzichten auf eine Angabe. Zu breit ist die Spannweite genannter Werte von Null bis in doppelstellige Bereiche.

### Einflussfaktoren

Wir stellen weiter fest, dass Liquiditätsprämien zwischen Anlageklassen und über die Zeit schwanken. Das ist auch zu erwarten, da diese Prämien ebenfalls von Angebot und Nachfrage getrieben werden. Die Prämie sinkt, wenn viele Anleger die Illiquidität einer Anlage akzeptieren. Gleichzeitig scheint es einen Zusammenhang zwischen der reinen Risikoprämie und der Liquiditätsprämie zu geben. Man erkennt es an den Multiples zwischen den beiden Prämien in verschiedenen Anlageklassen, die konstanter wirken als die absoluten Risikoprämien. Daher sind Prämien für Non-IG-Private Debt oft höher als für Private Placements oder IG-Infrastructure Debt. Hinzu kommt natürlich das Ausmass der Illiquidität, d.h. je länger das Kapital blockiert wird, desto höher die geforderte Prämie, um die eingeschränkte Flexibilität und die Opportunitätskosten des Anlegers zu entschädigen.

### Marktpreise als Orientierungshilfe

Ein Merkmal, das nach breiter Auffassung liquide von den illiquiden Anlagen abgrenzt, sind öffentlich beobachtbare, transaktionsbasierte Marktpreise. Hier wird auch die Linie zwischen den Public Markets (z.B. Währungen, kotierte Aktien, Staatsanleihen, etc) und Private Markets (z.B. Private Equity, Private Debt, Infrastruktur, etc.) gezogen. Dies ist zwar nicht identisch wie die BVV2-Klassifizierungen von traditionellen und alternativen Anlagen aber ähnelt stark.

Wenn eine Anlage also öffentlich an einer Börse oder einem anderem etablierten Sekundärmarkt gehandelt wird und die Preise publiziert werden, wird sie als liquide bezeichnet. Daher ist keine Liquiditätsprämie zu erwarten. An dieser Stelle drängt sich die Bemerkung auf, dass die als traditionell und liquide definierten Anlageklassen den Nachteil aufweisen, dass sie in Krisen auch illiquide werden können. Ein Blick auf Handelsvolumina und Marktpreise von Loans, CLOs,

HY-Anleihen oder Convertibles in der '08-Krise sprechen Bände. Abschläge gegenüber (dem im Nachhinein berechneten) Fair Value erreichten hohe zweistellige Niveaus. Wer in dieser Krise nicht dabei war, fragt sich heute, weshalb nicht mehr Anleger davon profitierten und kauften. Wer dabei war, kennt die Antwort. Wir vertiefen das Problem vermeintlich liquider Anlagen, die es aber in Tat und Wahrheit gar nicht sind, nicht weiter, weil es ein eigenes Timeout verdient. Wir halten nur fest, dass uns die hohe versprochene Liquidität vieler Fonds- und ETF-Produkte mit illiquiden Instrumenten darin den Angstschweiss kalt den Rücken runter treibt.

Illiquide Anlagen sind hingegen konsequenter in ihrer Illiquidität und bieten somit wenig Potenzial für negative Überraschungen.

### Sind Liquiditätsprämien heute attraktiv?

Wie immer liegt die Schönheit im Auge des Betrachters. Wer langfristig anlegen könnte, das auch möchte und sowieso strategische Quoten für Aktien oder Non-Investment Grade-Anleihen fixiert hat, sollte sich auf jeden Fall Gedanken zu Liquiditätsprämien machen. Im Umfeld tiefer Zinsen wäre es schade, diese Möglichkeit nicht zu prüfen, weil man damit die erwartete Rendite spürbar erhöhen kann. Aus unserer Sicht gehört die Analyse und die Definition von Quoten zur Abschöpfung von Liquiditätsprämien über alle Anlageklassen hinweg zur Strategiefestlegung. Uns scheinen zwei Daumenregeln hilfreich.

Erstens soll die erwartete, währungsgesicherte Nettorendite für illiquide Anlagen über der strategischen Zielrendite des Anlegers liegen, auch wenn die Liquiditätsprämie selbst gering ausfallen würde. Logischerweise impliziert diese Vorgabe eine positive erwartete Nettorendite in CHF, was heute leider nicht immer garantiert ist. Zweitens darf die Abschöpfung der Prämie die Verpflichtungen des Anlegers nicht beeinträchtigen. Sei es den Stiftungszweck, der z.B. in regelmässigen Auszahlungen an Begünstigte liegt oder die Rentenzahlungen durch PKs. Dazu kommen mögliche andere Ereignisse wie z.B. Teilliquidation bei Abspaltungen in einer PK, die ebenfalls umsetzbar bleiben müssen. Ob die Liquiditätsprämie unter diesen Voraussetzungen noch attraktiv ist, hängt in unseren Augen von mehreren individuellen Faktoren ab.

**Taktik und Rebalancing.** Wer taktisch investieren oder aktiv rebalancieren will, dürfte sich mit hohen illiquiden Quoten schwer tun, weil es Handlungsspielräume signifikant einschränkt.

Konkret stellt sich z.B. in einer Aktienkrise die Frage, welche Anlagen verkauft werden sollen, um die wesentlich günstiger gewordenen Aktien zu kaufen. Illiquide Anlagen kommen wie gesagt aus unserer Erfahrung nicht in Frage, weil diese wohl im Zeitpunkt der Krise nur mit sehr hohen Abschlägen veräussert werden können.

**Disziplin.** Wer sich fürchtet, im "dümmsten" Moment kriselnde Anlagen wie z.B. Loans oder CLOs verkaufen zu müssen, kann sich (oder sein Gremium) mit illiquiden Anlagen wie Direct Lending selbst disziplinieren, um die gesuchte Risikoprämie langfristig abzuschöpfen. Ebenso funktioniert der Schutz auch im Hinblick auf andere Investoren in einem Produkt, von denen man sich ebenfalls wünscht, dass sie den Fonds nicht im dümmsten Moment mit Rücknahmen eindecken und zu Verkäufen zwingen. Ob man als Anleger diese Selbst-Disziplinierung sucht und braucht, ist wirklich sehr subjektiv.

### Wofür genau gibt es Liquiditätsprämien?

Wir glauben, dass Liquiditätsprämien verdient werden können, wenn die zugrunde liegenden Instrumente eine Anlageklasse oder Strategie selbst illiquide sind. Käufer wissen von Anfang an, dass sie diese Anlagen nicht jederzeit zu einem ökonomisch einigermaßen fairen Preis veräussern können und fordern deshalb eine höhere Rendite als für liquidere Pendants. Privat gehaltene Aktien oder privat vergebene Kredite (Direct Lending) stellen Beispiele dar. Wenn allerdings "nur" das Anlagevehikel illiquide ist aber die gehaltenen Instrumente darin nicht, gibt es natürlich auch keine Prämie. Deshalb ist Vorsicht vor schwarzen Schafe geboten, die von Kunden verlangen, sich langfristig zu binden, und eine Prämie versprechen aber dann doch nur in liquide Anlagen ohne Prämie investieren.

#### **SIGLO Capital Advisors AG**

*ist eine Anlageberatungsfirma in Zürich,*

*berät Sie bei der Umsetzung Ihrer Anlagen,*

*unterstützt Sie bei der Selektion von Anlageprodukten und Managern, bei der Portfolio-konstruktion und bei der Überwachung,*

*erarbeitet massgeschneiderte Lösungen mit konkreten Handlungsempfehlungen für Sie,*

*ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten.*

[www.siglo.ch](http://www.siglo.ch) / [contact@siglo.ch](mailto:contact@siglo.ch)

### Vorsicht vor dem Mismatch!

In unseren Augen ist aber das Gegenteil noch wesentlich gefährlicher. Wenn nämlich Manager illiquide Instrumente in liquide Vehikel verpacken und Anlegern weismachen, das sei kein Problem, weil ja nie alle Kunden gleichzeitig Rücknahmen eingeben würden. Hier müssen die Alarmglocken bimbeln. Man spricht vom Asset-Liability-Mismatch. Managern, die mit "unerwartet" hohen Rücknahmen konfrontiert werden, bleibt oft nur noch die Möglichkeit, gar keine Rücknahmen mehr zu bedienen. Diese Mismatches sind für uns ein Hauptgrund für die Enttäuschungen in der Finanzkrise und die mühsamen und andauernden Aufräumarbeiten danach. Negative Renditen sind zwar unschön, aber Liquidität zu versprechen aber sie nicht einzuhalten ist Gift für das Anlegervertrauen.

### Wir müssen die Prämie nicht exakt kennen

Es wäre natürlich praktisch und interessant aber in unseren Augen nicht zwingend nötig. Erstens weil sie eben durch Angebot und Nachfrage bestimmt wird, und zweitens weil sie und über die Zeit variiert. Zudem besprechen wir lieber mit Kunden, ob sie sich sicher sein können, nicht im dümmsten Zeitpunkt zu Verkäufen gezwungen zu werden und somit ruhig schlafen kann.

Denn Liquiditätsprämien lassen sich eben nur abschöpfen, wenn man trotz externem Druck in Krisen nicht verkaufen muss. Wenn man sich dessen sicher ist, steht der Abschöpfung grundsätzlich nichts mehr im Weg. Man kann sich anschliessend Umsetzungsfragen widmen, z.B. in welchen Anlageklassen und Strategien sowie über welchen Zeitraum man die Prämien erwirtschaften möchte und wie viel taktische Flexibilität man dafür aufgeben kann oder will, um das individuellen Portfolio zu verwalten.

