

# Sollte man Anlagen inilliquiden Ver- mögenswerten in Betracht ziehen?

....Aber in welchem  
Umfang?

**Olivier Clapt**

Head of Multi-Asset  
Quantitative Research

**JULI 2022**

Marketing Kommunikation

# Mehr Komfort in einem neuen Anlageumfeld

**Sind die Märkte volatil genug für Sie?  
Als das Jahr 2022 begann, dachten wir alle  
an Covid, Krieg, Ölpreise und eine  
vorübergehende Inflation. . . . Was sehen  
Sie jetzt am Horizont? Eine Krise bei der  
Weizenversorgung?  
Quantitative Straffung? Eine *anhaltende*  
Inflation?**

Dennoch entwickeln sich einige Vermögenswerte gut. Die offensichtliche Antwort lautet zu diversifizieren. Angesichts der vier Jahrzehnte rückläufiger Renditen für US-Treasuries waren liquide Finanzanlagen wie Aktien und Staatsanleihen die einfache langfristige Antwort. Aber vielleicht sind sie morgen nicht mehr die richtige Antwort.

Die Weltfinanzkrise von 2007/2008 ist das offensichtlichste Beispiel für eine höhere Korrelation zwischen den Anlageklassen in Phasen der Illiquidität. Diese globale Finanzkrise ist vielleicht am stärksten in Erinnerung geblieben, aber sie ist nur ein Beispiel in einer Reihe von zunehmenden Korrelationen der Anlageklassen in Stressphasen. Der Crash der Technologiewerte und Börsengänge des Jahres 2001, die Asienkrise von 1997 und der Zusammenbruch von Long Term Capital Management waren ebenfalls Vorboten für die zunehmend komplexe Lage im Zusammenhang mit der Marktvolatilität. Der langfristige Trend scheint darin zu bestehen, dass die Anleger bei Marktverwerfungen unter zunehmenden Korrelationen zwischen normalerweise „unkorrelierten“ Anlageklassen leiden.

# Jenseits der grundlegenden Anleihen und Aktien

**Eine alte Redensart am Markt lautet: *Bullen verdienen Geld, Bären verdienen Geld, Schweine werden geschlachtet.***

Ganz gleich, ob Sie ein Bulle oder ein Bär sind, vielleicht haben Sie das Gefühl, dass jetzt *nicht* die Zeit ist, gierig zu sein und alles auf das nächste neue „Ding“ am Finanzmarkt zu setzen.

Rufen Sie sich die *vier Jahrzehnte* sinkender US-Treasury-Renditen in Erinnerung, wenn Sie schon so lange investieren. Wir alle wissen, dass sie, seit wir erwachsen sind, der treibende Faktor für Finanzanlagen waren. Wie ändern Sie *Ihren* Anlageansatz?

**Abbildung 1:** Renditen zehnjähriger UST



Quelle: St Louis Fed

# Illiquide, weniger liquide oder physische Anlageklassen

**Dies sind keine neuen Anlagekategorien – über die gesamte Geschichte gibt es Beispiele für Anlagen in illiquiden, aber übertragbaren Edelsteinen und Gold.**

Es gibt aber etwas, was uns noch unangenehmer getroffen hat: Noch bevor Covid es so reizvoll erscheinen ließ, die Stadt zu verlassen, stiegen bereits die Kosten für das neue Haus, das Sie zu kaufen hofften. Bedauern Sie, dass Sie nicht mehr Immobilien in Ihrem Anlagemix haben?

Aber welche Anlagewerte soll man wählen? Und wie viele?



# Das Datenproblem

**Die Analyse illiquider Anlagen wirft eine weitere Sorge für die Anleger auf, nämlich die Verfügbarkeit von Daten, ihre Erhebung, ihre Beständigkeit und die künstliche Glättung der Renditen.**

Das wachsende Interesse an illiquiden Vermögenswerten bedeutet, dass Anleger und Vermögensverwalter ihre Risiken und Erträge sorgfältig bewerten müssen. Die Ermittlung von Daten für illiquide Anlageklassen ist nach wie vor ein sehr gut dokumentiertes Problem, das eine Behandlung nach ihren inhärenten Tendenzen wie etwa Auffüllungs- und Überlebenstendenzen erfordert.

Mehrere Elemente erhöhen die Schwierigkeiten bei der Modellierung illiquider Vermögenswerte.

- Der **Mangel an Daten** stellt den wichtigsten **Risikofaktor** dar
- Das Fehlen weithin anerkannter **Benchmarks**
- Die **Heterogenität der Ertragsindikatoren** (Internal Rate of Return ggü. Total Return)
- Die **Indexbewertung** (auf Bewertungen gestützte ggü. auf Transaktionen gestützte Methoden)
- **Seltene Preisfeststellungen** und die nur spärlich verfügbaren Datensätze

Es kann insbesondere in bestimmten Regionen schwierig sein, für jede Anlageklasse relevante Indizes zu finden. Wir entschieden uns für die Analyse von Direktkrediten, Private Equity, Infrastrukturanlagen, Infrastrukturaktien, Infrastrukturanleihen, Immobilienaktien, Immobilienanleihen und Rohstoffen wie Nutzholz und Agrarflächen.

Es zeichnen sich zwei Dinge ab: Erstens sind illiquide Vermögenswerte nachweislich volatil, als man aufgrund vierteljährlicher oder anderer unregelmäßiger Preisfeststellungen vermuten könnte, und zweitens machen die niedrigen Kreuzkorrelationen mit liquideren Vermögenswerten sie zu attraktiven Diversifizierungsinstrumenten für ein ausgewogenes Portfolio.

# Volatilität ist viel angenehmer, wenn die Anlageklassen nicht korreliert sind

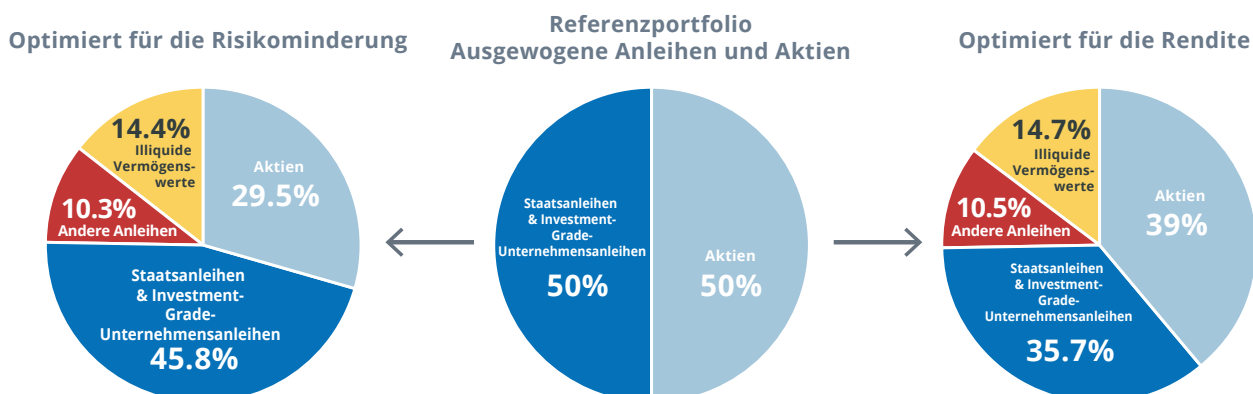
**Es ist viel besser, wenn Ihre Aktien steigen, während Ihre Immobilien fallen, oder Ihre Immobilien an Wert gewinnen, während sich Ihre Anleihen schwach entwickeln.**

Stellen Sie sich aber den Versuch vor, historische Korrelationen zwischen den Anlageklassen zu berechnen, wenn einige dieser Vermögenswerte illiquide sind und deshalb selten bewertet werden. Und Sie dachten, dass der Mathematikunterricht langweilig war – probieren Sie es einmal ohne Zahlen aus! Glücklicherweise können wir auf statistische Methoden zurückgreifen, um die weniger häufige Berichterstattung über die Renditen illiquider Vermögenswerte zu „entschärfen“<sup>1,2</sup> und somit eine bessere Schätzung ihrer Volatilitäten zu erhalten.

In unserem „Akademischen Papier, das wir alle verstehen können“ nehmen wir Vereinfachungen vor, indem wir Szenarien darstellen.

Wir bauen grundlegende Musterportfolios für konservative, moderate und offensive Anleger auf. Diesen Portfolios fügen wir weniger liquide Anleihen (z. B. Hochzinsanleihen) sowie eine Allokation in illiquiden Werten wie Immobilien hinzu. Auf der Grundlage der historischen Renditen, Korrelationen und Volatilität zeigen wir den optimalen Mix zur Maximierung der Rendite oder zur Minderung des Risikos. Spoiler-Warnung: Ihre optimale Allokation in andere Anlageklassen hängt von Ihren persönlichen Kompromissen zwischen Risiko und Rendite ab.

**Abbildung 2:** Optimierung der Musterszenarien für die Hinzunahme anderer Anleihen und illiquider Vermögenswerte



Quelle: Candriam (Stand: 21. Dezember 2021)

# Was kann ich hinzufügen?

**Und was könnte von Interesse sein? Vielleicht ein Haufen magischer Schwerter in einem Tresor der Gringotts Wizarding Bank? Oder vielleicht können Sie eine Farm oder ein paar Lagerhäuser kaufen, die Sie in Ihrer Freizeit selbst verwalten?**

Physische Vermögenswerte wie Kunstwerke sind in der Tat eine Wahlmöglichkeit. Professionell verwaltete Pools wie Immobilien, Private Equity oder weniger liquide Anleihen können potenziell die Renditen illiquider Anlagen zusammen mit einem gewissen Element regelmäßiger und halbwegs unabhängiger Bewertung bieten. Die Investition in einen Pool bedeutet die Teilung der Kosten für die professionellen Manager, die wiederum das risikobereinigte Renditepotenzial verbessern können.

Ein weiterer Vorteil der Aufnahme illiquider Anlageklassen kann nicht mit unserem einfachen auf eine Einzelrendite ausgerichteten Prognose-Modell und langfristigem Ansatz nachgewiesen werden. In Zeiten von Marktturbulenzen, wenn in Panik geratene Anleger möglicherweise voreilig börsennotierte Anlagewerte verkaufen und die Preise nach unten treiben, können illiquide Anlageklassen jedoch einen Teil des Preisdrucks vermeiden, der sich aus der raschen Liquidation von Positionen ergibt.

Möchten Sie weitere Einzelheiten erfahren, haben aber keinen Abschluss in Statistik? Lesen Sie unser Informationspapier: [Aufnahme illiquider Vermögenswerte in ein globales Multi-Asset Portfolio](#).

## Hinweise

[1] D. Geltner, *Estimating Market Values from Appraised Values without Assuming an Efficient Market*, 1993.

[2] M. Getmansky, A. Lo et I. Makarov, *An econometric model of serial correlation and illiquidity in hedge fund returns*, 2004.



**158 Mds €**

verwaltetes Vermögen  
zum 31. Dezember 2021



**600**

experten in  
Ihrem Dienst



**25 Jahre**

Vorreiter für  
nachhaltiges Investieren

**Dieses Dokument wird nur zu Informationszwecken veröffentlicht und ist für Bildungszwecke bestimmt. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können die Meinung von Candriam und durch geistige Eigentumsrechte geschützte Informationen enthalten.** Die in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Analysen und Ansichten dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten noch eine Anlageberatung dar und bestätigen keine Transaktion, es sei denn, es wurde ausdrücklich etwas anderes vereinbart. Candriam lässt bei der Auswahl der in diesem Dokument genannten Daten und ihrer Quellen größte Sorgfalt walten. Dennoch können Fehler oder Auslassungen nicht grundsätzlich ausgeschlossen werden. Candriam haftet nicht für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste, die aus der Verwendung dieses Dokuments entstehen könnten. Die Rechte von Candriam am geistigen Eigentum sind jederzeit zu wahren. Eine Vervielfältigung des Inhalts dieses Dokuments ist nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung seitens Candriam zulässig.

**Warnung:** Die frühere Wertentwicklung eines bestimmten Finanzinstruments oder -index oder einer Wertpapierdienstleistung oder -strategie, die Simulation einer früheren Wertentwicklung und Angaben zur künftigen Wertentwicklung sind kein Indikator für künftige Ergebnisse. Die Bruttowertentwicklung kann durch Provisionen, Gebühren und andere Kosten belastet werden. Wird die Wertentwicklung in einer anderen Währung als der des (Wohn)Sitzlandes des Anlegers ausgedrückt, unterliegt sie zudem Wechselkursschwankungen, die sich negativ oder positiv auf die Gewinne auswirken können. Wenn in diesem Dokument auf eine bestimmte steuerliche Behandlung Bezug genommen wird, hängen die diesbezüglichen Angaben von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Anlegers ab und können entsprechend Änderungen unterworfen sein.



CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.  
WWW.CANDRIAM.COM

**CANDRIAM**   
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY