

**Wir investieren in Gewinner.** Das bedeutet, dass wir in starke Unternehmen investieren, die mit nachhaltigen Geschäftsmodellen, soliden Bilanzen und hohen Margen einen Mehrwert für ihre Anteilseigner schaffen. Wir halten die Risiken klein und investieren dann, wenn unser Engagement von einem positiven Ereignis beflügelt wird. Wir nennen das die Kombination aus Value und Event.

### Der Wert der Liquidität

Die Flexibilität der meisten institutionellen Investoren ist dadurch begrenzt, dass sie durchgehend voll investiert sein müssen. Ihre Portfolios sind das Ergebnis einer Suche nach relativer Attraktivität. Investoren, die dagegen wie wir eine absolute Renditeerwartung von 10% p.a. bei Aktien und 6% p.a. bei längerfristigen Zinspapieren besitzen, investieren nur dann, wenn die Investments den geforderten Kriterien entsprechen. Voll investiert sind wir nur, wenn die Gelegenheiten unwiderstehlich und gleichermaßen zahlreich vorhanden sind. Andernfalls halten wir in variabler Höhe Liquidität vor und warten geduldig, bis wir diese zum Einsatz bringen können. Das unterscheidet uns von Top-Down-Investoren, die Liquidität aus Timing-Gründen besitzen. Sie bilden damit ihre Einschätzung über die zukünftige Marktentwicklung ab.

Die Opportunitätskosten nicht vorhandener Liquidität können sehr groß sein, weil die hochvolatile Börse attraktive Kauf- oder Verkaufsgelegenheiten bietet. Wer Liquidität besitzt, kann Kurseinbrüche wie im Jahr 2011 nutzen. Wer voll investiert ist, muss dagegen nicht nur höhere Abschläge seines Portfolios verkraften. Er ist überdies der Möglichkeit beraubt, die tiefen Kurse zum Kauf nutzen zu können. Der rechnerische Nachteil wird deutlich, wenn ein Investor A zu 100% im Markt investiert ist und er im Crash des Jahres 2011 exakt 30% verliert. Er muss danach 43% Rendi-

te erzielen, um sein Ausgangsniveau von 100% zu erreichen. Ein Investor B ist dagegen nur zu 80% im Markt investiert und verliert, bei unterstellt gleicher und marktneutraler Wertpapierauswahl, ebenfalls 30%. Die restlichen 20% hält er zinslos als Liquidität vor, die er annahmegemäß zum Tiefpunkt reinvestiert. Steigt die Börse nun tatsächlich um 43%, besitzt Investor B gegenüber Investor A einen Vermögensvorteil von 8,6%. Investor A müsste folglich zu Beginn das 1,086-fache des Kapitals von Investor B besitzen, damit er am Ende das gleiche Vermögen aufweist. Um sich diesen 1,086-fachen Vorteil bei 100% Investitionsgrad im Vergleich zu 80% Investitionsgrad während des Börsenaufschwungs zu verschaffen, muss die Börse in der Zeit vor dem Crash um 66% steigen. Gelingt es Investor B, auf die Liquidität mithilfe kurzlaufender Investments eine Rendite von 5% zu erzielen, so muss der Anstieg sogar 74% betragen.

$$100\% \cdot x = 1,086 \cdot (80\% \cdot x + 20\% \cdot 1,05)$$


$$x = 1,086 \cdot 0,8x + 0,21 \cdot 1,086$$

$$x \cdot (1 - 1,086 \cdot 0,8) = 0,21 \cdot 1,086$$

$$x = \frac{0,21 \cdot 1,086}{1 - 1,086 \cdot 0,8} = 1,74$$

Dem Beispiel liegen Annahmen zugrunde, die sich in der Realität nicht gänzlich umsetzen lassen. Gleichwohl soll es unseren Investoren für das Verständnis helfen, warum wir zeitweise Liquidität vorhalten: Wir wollen sie wie im Crash 2011 genau dann einsetzen, wenn uns der Kapitalmarkt Investmentchancen bietet, die unsere Renditekriterien erfüllen.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky