

Wieso Soft-Faktoren vor harten Realitäten schützen können.

Trau schau wem! Das deutsche Sprichwort drückt die Idee aus, dass man sich nicht blindlings auf andere Personen verlassen sollte. Es gibt wohl kaum eine Industrie, in der dies besser zutrifft als für die Vermögensverwaltung. Im Timeout legen wir dar, weshalb für uns bei der Managerselektion nicht nur einwandfreie Prozesse, imposante CVs und ausgeklügelte Portfoliokonstruktionen für den Erfolg entscheidend sind, sondern auch Soft-Faktoren.

«Asset Management is a Business of Trust»

Obige gängige Maxime stammt noch aus einer Zeit, wo man in einer gemütlichen Abendrunde als Mitarbeiter eines Finanzinstituts auf die Frage, was man eigentlich arbeite, nicht zu einer Notlüge griff, um der daraus folgenden Polemik um seinen Berufsstand zu entgehen. Eine Zeit, wo die Finanzindustrie in der Boulevardpresse nicht mit «Sodom und Gomorrha» verglichen wurde, um den moralischen Zerfall der Gesellschaft zu illustrieren.

Zynisch und polemisch? Ja, klar. Aber auch der neutrale Beobachter muss wohl anerkennen, dass die öffentliche Brandmarkung nicht nur aufgrund von Neid auf teilweise exorbitante Zahltage in der Teppichetage an der Wall Street, City of London und am Paradeplatz zurückzuführen ist. Die Diskussion ist teilweise hausgemacht.

Drum prüfe wer sich (ewig) binde

In der Vergangenheit finden sich mehrere prominente Beispiele, wo das Vertrauen von privaten aber auch institutionellen Anlegern von Managern hemmungs- und schonungslos ausgenutzt wurde. Deswegen hat sich in der institutionellen Anlagewelt die eingehende Prüfung von möglichen Partnern vor einer Investition etabliert. Der als «Due Diligence» bekannte Prozess orientiert sich in der Regel an den sogenannten fünf Ps: Portfolio, Performance, Prozesse, People und Price.

Je nach Strategie und Anlageklasse stehen die unterschiedlichen Ps nicht immer gleich stark im Fokus. Bei einer passiven Replikation eines Benchmarks ist zum Beispiel das Portfolio (sowohl die Titel als auch deren Gewichte) klar vorgegeben. Hier sind der Preis und die Prozesse (insbesondere die kostengünstige Ausführung und die verwendeten Systeme) wesentlich relevanter. Mit zunehmendem Freiheitsgrad und Komplexität des Marktes bzw. der Anlagestrategie, welche ein Manager verfolgt, verschiebt sich das Hauptaugenmerk immer mehr zum Hauptthema unseres Timeouts: People.

771 Jahre kumulierte Erfahrung

Bei Privatmarktanlagen kommt dem Faktor «Mensch» in unseren Augen eine deutlich wichtigere Rolle zu als bei liquiden Anlagemärkten. Da das Anlageuniversum nicht vollständig beobachtet werden kann, besteht eine ausgeprägtere Informationsasymmetrie zwischen dem Vermögensverwalter bzw. dem Portfoliomanager und dem Anleger. Der Manager wählt (in Zukunft) Anlagen aus, beurteilt das Risiko und bewertet ihre Attraktivität. Der Anlageerfolg hängt zu einem grossen Teil davon ab, ob der Manager aus diesem dynamischen und nicht vollständig beobachtbaren Anlageuniversum die richtigen Titel wählt. Der Anlageerfolg orientiert sich nicht wie bei liquiden Anlagen an einem klar abgesteckten Markt oder an einem replizierbaren Index.

Aufgrund des heterogenen Anlageuniversums und dem hohen Freiheitsgrad bei Privatmarktanlagen und bei komplexeren Anlagestrategien kommt der Qualität des Managers eine zentrale Rolle zu. Um ihre Qualität nach aussen zu signalisieren, verweisen Vermögensverwalter oft auf die langjährige Berufserfahrung ihrer Mitarbeiter und Schlüsselpersonen. Nicht selten führt dies dann zu eher skurrilen Zahlenangaben wie «kumulierte Jahre Arbeitserfahrung der ganzen Unternehmung» – inklusive dem Gärtner und dem Hausmeister.

«Schuster, bleib bei deinem Leisten»

Natürlich kommt der Erfahrung der verantwortlichen Personen eine hohe Wichtigkeit zu. Man sollte sich durch die Länge der CVs aber nicht in falscher Sicherheit wiegen. Wie bei den Track Records der Produkte ist ein solider CV zwar eine Indikation, aber keine Garantie für den Anlageerfolg. «Past Performance is no Indication of Future Performance» gilt auch hier.

In den letzten 14 Jahren bei SIGLO haben auch wir Anlagen empfohlen, die rückblickend ihre Erwartungen nicht erfüllen konnten. Bei genauerer Analyse kommen wir zum Schluss, dass es selten an der Qualität oder der Qualifikation der Teams oder einzelner Mitarbeiter mangelte. Unerfreuliche Anlageergebnisse hatten ihren Ursprung oft in Produkt- oder Strategie-Innovationen, bei denen sich ein Manager (zu) weit von seiner ursprünglichen Kernkompetenz und -strategie entfernte.

Wenn sich ein Manager beispielsweise für eine Handvoll Basispunkte mehr zu weit aus dem Fenster herauslehnte respektive wie die Zwerge im Film «Lords of the Rings» zu tief in den Minen von Moria gegraben und dabei die Monster der «Komplexität», «Gegenparteiisiken» und «zweifelhaften Sicherheiten» freigelassen hat, endet dies selten gut. Die Gier nach noch höheren Renditen ist insbesondere in einem eher weichen Marktumfeld mit

ausreichend Liquidität und engeren Risikoaufschlägen (Spreads und Prämien) kritisch zu beurteilen.

Ein Qualitätsmerkmal eines Managers ist für uns deshalb seine Disziplin, mit welcher er seine Anlagestrategie umsetzt. Dass er über einen vollen Marktzyklus hinweg seinen Standards treu bleibt und wenn nötig auch die Annahme von Neugeldern zurückweist. Klingt langweilig. Langeweile ist bei vielen Anlagen aber durchaus erwünscht, besonders wenn man ruhig schlafen möchte und dafür langfristig replizierbare Resultate anstrebt.

Fiduziarische Pflicht

Im Bereich des Asset Managements beziehen sich fiduziarische Pflichten auf die Verpflichtungen und Verantwortlichkeiten von Vermögensverwaltern oder Fondsmanagern gegenüber ihren Kunden oder Anlegern. Im Zentrum stehen dabei vier Kernpflichten:

- Treue: Der Vermögensverwalter stellt die Interessen der Kunden in den Vordergrund;
- Sorgfalt: Der Vermögensverwalter muss die Vermögenswerte seiner Kunden mit der gebotenen Sorgfalt und Aufmerksamkeit verwalten;
- Information: Der Vermögensverwalter informiert seine Kunden zeitnah und vollständig;
- Transparenz: Der Vermögensverwalter muss bzgl. Risiken und Konditionen transparent sein.

Wenn wir intern bei SIGLO über die fiduziarische Pflicht des Managers reden, verwenden wir oft das Bildnis des Butlers, welcher sich respektvoll um die Wünsche seines Herrn kümmert und das Mögliche möglich macht. Respekt ist dabei das Zauberwort. Jemandem gehört das zu investierende Geld und jemand hat vermutlich hart dafür gearbeitet.

Wie soll man nun aber herausfinden, wie ein Manager seine fiduziarische Pflicht interpretiert? Ein guter Startpunkt ist für uns der Prospekt respektive das Offering Memorandum. Dies stellt schliesslich die vertragliche Basis dar, die illustriert, wie der Manager die Beziehung zwischen dem Anleger und sich selbst gestalten will. Welche Risiken ist der Manager bereit bezüglich seiner Haftung zu übernehmen? Wie sind Gebühren ausgestaltet? Welche Kosten werden dem Investor über den Fonds bzw. den NAV verrechnet? Wie ist die Corporate Governance angedacht und strukturiert?

Bei der Evaluation einer Anlage ist für uns dieser Teil der Operational Due Diligence mindestens ebenso wichtig wie der persönliche Eindruck des Investment Analysten. Dies haben wir im Timeout Nr. 115 bereits adressiert.

«Pay them if you want them to work»

Die Aussage stammt angeblich vom CEO einer grossen Bank in einem Workshop über intrinsische Motivation. Sie ist für uns Ausdruck einer Unternehmenskultur, die weit weg von der gesunden Interpretation der fiduziarischen Pflicht liegt. Dies gilt sowohl für Manager als auch für Investoren: Kunden als «Cash Cow» oder als Selbstbedienungstheke zu missinterpretieren, ist kurzsichtig und für uns ähnlich fehlgeleitet, wie die «Geiz ist geil»-Politik gebührensensitiver Anleger, welche laufend Druck ausüben, um den letzten Basispunkt aus einer bereits längst gewonnen Gebühren-Verhandlung herauszupressen.

Wie so oft im Leben geht es hier um eine gesunde Balance. Auch in der von der Boulevardpresse gern geschmähten Finanzindustrie finden wir tatsächlich einige Anbieter und Investment Teams, welche ihren Beruf mit viel Leidenschaft, Freude und Ehrgeiz ausüben. Der Handwerkerstolz und hohe Arbeitsethos der Hauptentscheidungsträger ist daher oft ein besserer Schutz von Fehlentwicklungen als ein langer Side Letter.

Dennoch hat dieser CEO nicht vollkommen unrecht. Wenn eine Firma ihre Teams nicht ausreichend am Erfolg teilhaben lässt, suchen sie sich eventuell einen besseren Herrn. Die Liste von inhaltlich guten aber mittlerweile eingestampften Fonds ist lang, weil Portfoliomanager oder ganze Teams bei einem Konkurrenten anheuern, weil ihre Entschädigung zuvor nicht adäquat war. Dies wird vor allem bei Closed End-Anlagen unangenehm. Aus unserer Sicht lohnt es sich deshalb, sich bei der Due Diligence etwas länger über die Entschädigungspolitik und die entsprechenden Anreize zu unterhalten.

Konklusion

Die Prüfung von Fondsanlagen ist je nach Strategie komplex und dynamisch. Je komplexer die Strategie umso höher der Freiheitsgrad und umso wichtiger der Faktor Mensch. Es ist aus unserer Sicht essentiell, das «P» für People aus den unterschiedlichsten Blickwinkeln zu beleuchten und mit möglichst vielen Personen beim Manager zu sprechen. Es müssen und sollten nicht nur die Hauptentscheidungsträger sein. Natürlich sind die Prozesse und Abläufe auch wichtig. Ultimativ sind es aber die Menschen, die unser Geld betreuen und sich dabei an diese Regeln halten und ihre fiduziarischen Verpflichtungen wahrnehmen sollten.

Es kann nicht schaden, wenn sie neben eindrücklichen Lebensläufen und jahrelanger Branchenerfahrung auch etwas Freude für die tägliche Arbeit mitbringen. Das lässt sich aber beim Desktop-Studium von Unterlagen kaum identifizieren. Und deshalb sind es für uns die Soft-Faktoren, welche den Unterschied ausmachen können.