

## SIGLO Timeout Nr. 97 – Asymmetrische Information ist kein Argument gegen alternative Anlagen

### Inhalt

In Diskussionen um alternative Anlagen führen Kritiker oft asymmetrische Information ins Feld. Aufgrund mangelnder Transparenz bei Renditen, Risiken und Kosten fordern sie, alternative Anlagen aus Anlageportfolios von Schweizer Vorsorgeinstituten zu verbannen. Im Timeout erörtern wir, warum wir dieser Generalisierung nichts abgewinnen und weshalb differenzierte Betrachtungen erforderlich sind. Zudem sind Situationen mit asymmetrischer Information im realen Leben die Regel nicht die Ausnahme und stellen fast nie unüberwindbare Hürden dar.

### Einleitung

Der Begriff asymmetrische Information beschreibt einen Zustand, in welchem zwei Vertragsparteien bei einem Geschäft über einen unterschiedlichen Informationsstand verfügen. In der Regel weiss der Verkäufer einer Ware oder Dienstleistung mehr darüber als der Käufer. Der Käufer kann deshalb die Qualität vor dem Kauf selber nicht im Detail prüfen, weshalb er Gefahr läuft, ein mieses Geschäft mit einer unseriösen Partei abzuschliessen. Leider merkt er das aber oft erst nach Transaktionsabschluss, was ihn ärgert.

### Die Angst vor der Zitrone

Auf die Finanzwelt angewendet wird nun von Kritikern alternativer Anlagen argumentiert, dass alternative Manager auch mehr über ihre Strategien und Positionen wissen als die angeblich hilflos ausgelieferten Kunden. (Hier beginnt eigentlich schon die Ironie, denn mit einem Manager zu investieren, der weniger versteht, ist ja noch absurder). Weiter seien Alternative Anlagen teure und in Blackboxes verpackte traditionelle Risikoprämien. Daher sollte man auf Alternative verzichten und sein Geld nur in kostengünstige, transparente und liquide traditionelle Anlagen investieren. Das Mantra ist nicht neu; es kommt und geht in Wellen. Besonders nach der Finanzkrise '08 aber auch nach dem schwierigen Anlagejahr 2018, wo populäre alternative Anlageklassen wie ILS oder Hedge Funds die Erwartungen (einmal mehr) nicht erfüllt haben, ist der Tisch für die nächste Diskussion über Sinn oder Unsinn alternativer Anlagen schon gedeckt.

Falls die gewählten Umsetzungen alternativer Anlagen in der Praxis nicht für jedermann klar sind und dummerweise auch die Renditen

unter den Erwartungen liegen, erreicht die Verunsicherung oft ein unerträgliches Niveau. Hat man in Anlehnung an Nobel-preisträger George Akerlof's «The Market for Lemons» tatsächlich nur die sauren Zitronen erwischt? Oder besteht vielleicht der ganze alternative Markt nur aus sauren Zitronen?

### Selektion ≠ Markt

Ein einziger Blick auf sinnvolle Peergruppen für alternative Anlageklassen stellt über jede Periode klar, dass keine einzige Klasse nur aus Zitronen besteht. Wenn wir z.B. Renditen von ILS-Fonds über die letzten beiden Jahre analysieren, finden wir hohe Streuungen von -10% bis +15%. Diese sind zudem signifikant schief verteilt, da der Median aller Fondsrenditen im Plus lag, aber das schlechteste Quartil überraschend heftige Verluste erlitt.

Deswegen irritiert uns die Verallgemeinerung. Ja, in unserem ILS-Beispiel gibt es richtig saure Zitronen. Wenn man aber die Hypothese zulässt, wonach ILS-Fondsrenditen nicht nur zufällig zustande kommen, sind wir überzeugt, dass man die sauersten Produkte frühzeitig hätte aussortieren können.

### Mehr Mut und Respekt, bitte!

Je mehr Ahnung ein Käufer von einer Materie hat, desto weniger asymmetrisch ist seine Information gegenüber dem Anbieter verteilt. Wenn erfahrene Gebrauchtwagenhändler bei einem Konkurrenten vorbeischaun und sich umsehen, ist die Gefahr für sie minimal, auf eine Zitrone hereinzufallen, weil sie etwas von Autos und was vom Gesamtmarkt verstehen. Bei alternativen Anlagen fragen wir uns, weshalb einige Berater und Kommentatoren institutionellen Anlegern generell die Fähig-

keit absprechen, alleine oder mit externen Spezialisten informierte Anlageentscheide für alternative Anlagen zu treffen. Interessanterweise werden diese Meinungen umso härter vertreten, je weniger Erfahrung jemand mit den alternativen Anlagen vorweisen kann. Ähnlich wie wir sieht es übrigens auch unser Gesetzgeber. Der im BVV2 gut verankerte Erweiterungsartikel eröffnet Schweizer PKs bewusst einen hohen Freiheitsgrad. Und es gibt in unseren Augen viele PKs, welche diesen Vertrauensvorschuss verdienen (siehe Timeout Nr. 94 über Sorgfalt statt Quoten).

Wir erörtern in der Folge, weshalb die asymmetrische Information auch aus anderen Perspektiven kein Problem darstellt, sondern sogar erwünscht ist und weshalb wir sie in zahllosen anderen Lebensbereichen bewusst oder unbewusst akzeptieren. Gemeinsam ist allen Beispielen, dass sie sich über mehrere Perioden erstrecken, d.h. dass sich Käufer und Verkäufer mehrmals wieder begegnen können und evtl. wollen, weshalb es sich für Verkäufer oder Dienstleister langfristig lohnt, die Käufer nicht übers Ohr zu hauen.

### **Aus dem Leben gegriffen**

Der Koch weiss mehr über seine Zutaten und deren Zubereitung als der Gast im Restaurant. Solange das Essen schmeckt, gehen die meisten von uns hin, ohne zuvor in der Küche eine Due Diligence durchzuführen. Ab und zu fliegt ein Skandal auf und wir sind alle schockiert und entsetzt. Aber wer würde aus diesem Grund nie mehr auswärts essen? Ein Jurist kann die Situation einer verklagten Person oft besser einschätzen als sie selbst, weshalb sie sich bei ihm Rat einholt. Nun hat jeder Jurist theoretisch den Anreiz, einen Fall möglichst langwierig und kompliziert zu gestalten, um mehr Stunden zu verrechnen und so mehr Geld zu verdienen. In der Praxis ist dies auch schon passiert. Dennoch gibt es diverse Juristen, die sich einen guten Namen machten, weil sie Fälle trotz diesem Anreiz und der asymmetrischen Information rasch und günstig lösten. Klienten freut es, weshalb sie beim nächsten Fall wohl wieder anklopfen und vielleicht sogar Freunden von ihren guten Erfahrungen mit dem Juristen erzählen.

Gehen wir nun stärker ans Eingemachte und denken an eine schwere Krankheit, die wohl

einen operativen Eingriff erfordert aber nicht zwingend verlangt. Natürlich gibt es Ärzte, die bei jeder Gelegenheit gleich zum Skalpell greifen, um ihre Karriere zu beschleunigen und den Geldbeutel zu füllen. Es gibt aber auch in dieser Branche viele andere, die dem hippokratischen Eid gerecht(er) werden. Nur wissen es die Patienten im Voraus nicht. Sie können bloss versuchen, sich zu informieren und Referenzen oder Zweitmeinungen zu sammeln. Weiter ist der Erfolg der Operation in vielen Fällen wahrscheinlich, aber niemals sicher. Trotzdem würde wohl kaum jemand kategorisch eine Operation ausschliessen, weil er/sie Bedenken wegen asymmetrischer Information gegenüber allen Ärzten hegt.

Schliesslich Liebe, Beziehungen, Treue... Weiss ich wirklich wo mein(e) Partner/in letzte Nacht war? Er/sie weiss es ganz sicher, wir hingegen glauben es nur. Aber verzichten wir deshalb grundsätzlich auf Beziehungen?

### **Und bei den traditionellen Anlagen?**

Wenn asymmetrische Information gegen die Alternativen spricht, dürfte sich das gleiche Problem ja in den traditionellen Anlagen nicht stellen. Wir bezweifeln aber, dass Kunden im Detail wissen, welche Titel ihre Aktien- und Anleihenmanager aus welchen Gründen aktiv handeln. Es ist ja gerade die zentrale Idee, Geld von externen Managern verwalten zu lassen, über mehr Erfahrung und Knowhow verfügen. Keine PK wird Manager auswählen, die weniger wissen als das interne Team. Und selbst bei passiven Anlagen darf man die Informationsasymmetrie nicht vergessen. Die Replikation globaler Obligationenindizes wie z.B. dem Barclays Global Aggregate mit 18'000 Titeln ist eine anspruchsvolle Aufgabe der kein Fonds mit Full Replication begegnen kann. Passive Manager oder ETFs replizieren diese Indizes mit einem Bruchteil aller Titel, wobei ihre Titelwahl nicht nur zwingend aktiv, sondern oft auch schwer nachvollziehbar ist.

Man könnte nun entgegnen, dass man diese Prozesse als Anleger auch gar nicht im Detail kennen muss, weil man ja bloss die Rendite verfolgen und den Tracking Error zum Index berechnen kann. Für Leute, die nur mit dem Rückspiegel fahren, stimmt das auch. Wenn aber ein Fehler in der passiven Umsetzung passiert, weil Systeme des Managers falsch

kalibriert waren, schlittert man evtl. in heftige Verluste. Ex ante wird natürlich kein passiver Manager selbst zugeben, dass er anfälliger für operationelle Fehler sei als seine Konkurrenten. Also eine klassische Situation mit asymmetrischer Information, weil der passive Manager sicher mehr über seine Prozesse und Risiken weiss als der Kunde, der bloss Renditen nahe bei seinem Benchmark sucht.

### Unabhängige Bewertung

Es gibt alternative Anlagen, in welchen die Bewertung der zugrundeliegenden Titel und Instrumente im Portfolio schwierig ist, weil keine Marktpreise zur Verfügung stehen. Oft sind diese Anlageklassen privater Natur (z.B. Private Equity, Debt oder Infrastruktur) und illiquide. Bei der Beurteilung von Strategien, Managern, Fonds und Positionen in Private Markets erschweren sich Analysen von Track Records, weshalb man nicht-preisbasierte Informationen beizieht. Sich dabei nur auf Angaben der Manager zu verlassen, ist aus Corporate Governance Gründen natürlich suboptimal und birgt die Gefahr, Zitronen zu erwischen. Das ist den guten Managern aber ebenfalls bewusst, weshalb sie schon heute Bewertungsprozesse über externe und unabhängige Valuation Agents offerieren, um so Transparenz zu schaffen und die zweifellos vorhandene asymmetrische Information mit Kunden bei der Bewertung der Positionen zu reduzieren. Natürlich gibt es unter alternativen Anbietern schwarze Schafe, die das nicht machen, aber asymmetrische Information in der Bewertung gilt für uns trotzdem nicht als Argument gegen Private Markets-Anlagen.

### Externe Hilfe

Wer seinen Wagen beim Gebrauchtwagenhändler kaufen will, um Kosten zu sparen, aber selbst kaum Ahnung hat, kann ja einfach einen vertrauenswürdigen Freund zu seiner Besichtigung mitnehmen, der was von Autos versteht. Dies ist wohl der einfachste Trick, um die Zitrone im Alltag zu umgehen. Man gleicht die Informations-Asymmetrie aus, indem man sich Knowhow extern besorgt. Wenn dieser Freund Interesse hat, noch länger ein solcher zu bleiben, wird er sich bemühen, mit gutem Rat bei der Prüfung der Autos beizustehen. Das Leben ist eben ein Mehrperiodenspiel und die meisten Leute verhalten sich auch entsprechend.

Hat der Kaufwillige keinen solchen Kumpel, könnte er sich zumindest im Bekanntenkreis umhören, welche Händler vertrauenswürdig sind und keine Zitronen im Angebot führen. Gerade bei alternativen Anlagen ist dieses Sammeln von Referenzen kaum aus der Praxis wegzudenken. (Fast) jeder seriöse Anleger in Alternativen sammelt im Rahmen der Prüfung externe Referenzen über einen Manager. Idealerweise stammen diese nicht vom internen Verkaufspersonal, sondern von bestehenden und ehemaligen Kunden, Wettbewerbern, Geschäftspartnern wie Händler, Market Maker, Custodians, Administratoren, Revisoren etc.. Hinter der Sammlung von Referenzen steckt meist eine Heidenarbeit, weshalb Anleger diese oft an gut vernetzte Spezialisten delegieren. Aber idealerweise an solche, die asymmetrische Information aktiv beheben und nicht als Ausrede verwenden.

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

*berät Sie bei der Implementierung von Anlagestrategien und unterstützt bei der Selektion und der proaktiven Überwachung individueller Lösungen,*

*liefert Ihnen eine massgeschneiderte Beratung zur optimalen Ausrichtung, Verwaltung und Leistungsbeurteilung Ihrer Anlagen,*

*bietet Ihnen konkrete und adressatengerechte Analysen und Handlungsempfehlungen,*

*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)

