

SIGLO Timeout Nr. 117 – Heiligt der Track Record die Mittel?

Inhalt

Niccolo Machiavelli gilt zu Recht als einer der bedeutendsten Staatsphilosophen und auch als feiner Beobachter menschlichen Verhaltens. In seinen Werken beschrieb er unter anderem den Umgang mit Macht, wobei er bewusst auf normative Elemente verzichtete und rein analytisch argumentierte. Auf eine seiner populärsten Feststellungen stossen wir auch bei Fondsanalysen, weshalb wir ihr ein Timeout widmen; beschreibend und nicht wertend. Im Vordergrund stehen Fondsrenditen bzw. die Form wie sie erzielt werden und Risiken die dabei eingegangen werden.

Ursprung

In seinem Werk Discorsi aus dem Jahr 1531 schreibt Machiavelli, man solle niemanden wegen einer ungewöhnlichen Tat tadeln, wenn sie dazu dient, ein Reich in Ordnung zu bringen oder eine Republik zu gründen. «Wenn ihn auch die Tat anklagt, so muss ihn der Erfolg entschuldigen.» Im vorliegenden Fall ging es um die Gründung von Rom durch Romulus, der dabei im Streit um die Wahl des geeigneten Hügels seinen Bruder erschlug. Auf die heutige Finanzwelt appliziert, sehen wir eine gewisse, wenn auch weniger blutige, Parallele: Investoren legen aus nachvollziehbaren Gründen oft einen hohen Wert auf die erzielte Rendite von Anlageprodukten (engl. Track Record). Der Zweck einer Anlage liegt ja in der Erzielung einer guten Rendite, also muss doch «alles» dafür getan werden, dass diese so hoch wie möglich ausfällt, oder?

Einige Leser teilen wohl diese These, andere würden ihr klar widersprechen. Wir massen uns kein Urteil über die Haltung an, sondern diskutieren Differenzen zwischen diesen zwei Lagern, um den offenen und evtl. auch den noch unentschlossenen Lesern verschiedene Perspektiven zu geben. Dazu skizzieren wir bewusst einige vereinfachte, kontrastreiche aber hoffentlich anschauliche Beispiele.

Gute Rendite als oberste Priorität

Die erste Gruppe von Anlegern argumentiert im Wesentlichen, dass der Hauptzweck des Anlegens in der Erzielung attraktiver Renditen liegt, weshalb ihnen für diese Zielerreichung «alle» Mittel recht sind. Wir beschränken uns auf legal zulässige Mittel, im Bewusstsein, dass es leider wenige Anbieter immer wieder auch mit anderen versuchen. Von Managern erwarten diese Kunden also primär Leistung

in Form von Rendite. Die Wahl von Titeln und Anlageklassen sowie Strategien und Stilen und nicht zuletzt die eingegangenen Risiken spielen hingegen eine untergeordnete Rolle, solange die Leistung eben stimmt. Beispiele wären Kreditmanager die hohe Seniorität und Sicherheit versprechen, aber voll mit Second Lien, PIK und Equity Kickers sind oder Multi-Strategy Hedge Funds voller US-Techaktien. Gemein ist beiden, dass sie letztes Jahr satte Gewinne und «Alpha» erzielten und damit im Konkurrenzvergleich für die Periode punkto Rendite top aussehen. Das Kundenziel wurde von diesen Managern also eindeutig erreicht. Ob es echtes Alpha war, ist dieser Gruppe von Kunden egal, da ja nur die Rendite zählt.

Stiltreue als oberste Priorität

Die zweite Anlegergruppe erwartet von ihren Managern, dass sie sich an definierte Ziele und Anlagerichtlinien halten, um diejenigen Risikoprämien abzuschöpfen und Renditequellen anzuzapfen, die ihnen diese Kunden zugeordnet haben. Diese Anleger bevorzugen Anlagefonds mit eingrenzenden Prospekten, aus denen klar hervorgeht, welche Strategie verfolgt wird, welche Instrumente gehandelt werden (und welche nicht), sowie vor allem welche Risiken der Fonds eingehen soll (und welche eben nicht). Damit verzichtet die Art von Kunden bewusst auf Renditequellen und Gewinnpotenziale ausserhalb der gewählten Anlageklassen und Strategien, um dafür eine zuverlässigere Umsetzung im Rahmen ihrer Vorstellungen und auch innerhalb ihrer klar definierten Risikoansprüche zu erhalten.

Ein weiteres Beispiel zur Unterscheidung der beiden Philosophien liegt in der Cashhaltung (die wir bereits in Timeout 87 erörtert haben). Anhänger der ersten Gruppe sehen Cash

typischerweise als mögliche Versicherung in Krisen und verlangen von Managern, dass sie ihre Investitions- und Cashquoten aktiv und taktisch steuern. Vertreter der stilltreuen Idee fordern von Managern hingegen, stets voll investiert zu sein, weil sie ihre Cashquote selbst steuern und daher von ihren externen Managern «nur» Exposure zur definierten Anlageklasse oder Strategie suchen.

Wie immer liegt die Schönheit...genau. Daher widmen wir uns nun direkt den Argumenten und Überlegungen hinter beiden Ansätzen und beschreiben, weshalb Konsistenz und Konsequenz bei der Umsetzung zentral sind. Wir fokussieren auf grundsätzliche Themen wie Delegation, Leistungsbeurteilung, Risikomanagement und Kosten.

Wie umfassend wird delegiert?

Wer seine Anlageentscheide und das Risikomanagement lieber umfassend an externe Stellen delegiert, wird sich tendenziell in der ersten Gruppe wohler fühlen. Der Aufwand ist geringer und die Zielvorgabe sonnenklar, da man alles der Erzielung von Renditen unterordnet. Zudem muss man sich nicht mit künftig drohenden Risiken befassen, weil ja der Manager das bereits umfassend erledigt. (Siehe auch Timeout Nr. 78, wonach Anleger prospektiv fast nur über Risiken sprechen, aber retrospektiv meist nur über Renditen.) Freunde der zweiten Gruppe bevorzugen es, ihre strategische Anlageallokation (SAA) und einige relevante Anlageentscheide wie z.B. die Diversifikation über Risikoprämien oder die Vermeidung von Konzentrationsrisiken selbst zu steuern. Entsprechend fordern sie von Managern nur die sorgfältige Umsetzung einer klar definierten Anlagestrategie.

Wie beurteilen wir Leistung?

Wenn der Zweck die Mittel zur Erzielung von hohen Renditen heiligt, wird die Beurteilung der Leistung trivial, weil ein einziger Blick auf die erzielte Rendite ausreicht. Ist sie hoch, ist alles gut, sonst ist alles schlecht. Falls nötig kann man sie noch anderen absoluten Zahlen gegenüberstellen, um ein minimales Gefühl für das relative Abschneiden zu gewinnen. Das erklärt evtl. auch, weshalb viele Sales-Leute nur auf gute Track Records verweisen. Wer von einem Manager hingegen nur eine zuverlässige Abschöpfung von bestimmten

Risikoprämien fordert, trägt selbst einen Teil der Verantwortung für schwache Renditen. Gute Beispiele dafür finden wir bei passiven und indexierten Anlageprodukten. Wenn sich Anleger für eine Replikation schlecht rentierender Indizes entscheiden, ist dem Manager nichts vorzuwerfen, solange er den Tracking Error und die Kosten tief hält. (Wir haben die Relevanz der Benchmark- und Indexwahl schon vor über 10 Jahren im Timeout Nr. 6 diskutiert und stellen fest, dass sich praktisch nichts an den Argumenten verändert hat.)

Risikomanagement

Wer die absolute Rendite allem überordnet, muss dem Manager konsequenterweise das gesamte Anlageuniversum eröffnen, damit er alle Opportunitäten nutzen kann. Damit wird jedoch das interne Risikomanagement stark eingeschränkt, weil man im Vorherein nicht weiss, welche Risiken dieser Manager dann effektiv eingeht. Herausfordernd wird es vor allem dann, wenn man mehrere solche Fonds nebeneinander hält und sie evtl. gleichzeitig die identischen Risiken eingehen. Von der ursprünglich erhofften Risikostreuung bleibt in der Praxis wohl nicht mehr viel übrig.

In dem Zusammenhang erscheint uns die Diskussion über die Rolle von Hedge Funds am interessantesten, weil sie die schärfsten Kontraste liefert. Anleger der ersten Gruppe schwören auf Absolute Return Fonds, selbst wenn sie nur dank hohen Tech-Aktienquoten in letzter Zeit rentierten. Die andere Gruppe ist hingegen nicht bereit, hohe Gebühren für permanentes long Aktienbeta zu zahlen. Sie gehen dieses Exposure lieber selbst ein und verlangen von Managern bewusst Exposure zu alternative Betas und Risikoprämien, um ihr Gesamtportfolio zu diversifizieren, obwohl es sich seit rund zwei Jahren gemessen an der absoluten Rendite nicht auszahlt. Wer sein Risikomanagement selbst steuert, tut sich mit breiten und offenen Anlagerichtlinien schwer. Beispielsweise weil das Aktienrisiko im Gesamtportfolio das definierte Mass übersteigt, wenn Absolute Return Fonds stark in US-Technologie-Titeln sind. Anleger, die ihre Risiken über Anlageklassen, Strategien, Stile und Fonds selber verteilen möchten, fühlen sich wohler, wenn sie sich darauf verlassen können, welche Chancen und Risiken ihre Fonds enthalten (und vor allem welche nicht).

Kosten

In der Frage der Kosten outen wir uns von Anfang an transparent: Wir glauben, dass für Anleger Nettorenditen prioritär sind und nicht Kosten per se, obwohl diese die Nettorendite natürlich beeinflussen. Gleichzeitig sind wir überzeugt, dass Anleger ihre Kosten geringhalten sollten, weil im heutigen Umfeld jeder Basispunkt zur Renditemaximierung zählt.

Im Hinblick auf die genannten Philosophien argumentiert die erste Gruppe vereinfachend gesagt, dass renditemässiger Erfolg hohe Kosten rechtfertige. Wenn der Zweck die Mittel heiligt, muss dafür auch eine Zahlungsbereitschaft bestehen. Entsprechend darf ein Absolute Return Manager guten Gewissens saftige Performancefees verlangen, wenn er die letzten Jahre konstant US-Technologie-Titel gehalten hat. Er hätte ja dank seiner Flexibilität auch andere, schlechtere Anlagen tätigen können, was er aber vermied. Daher erstaunt es uns nicht, dass sich vor allem Absolute Return Manager und ihre Verkäufer gegen den Einsatz von Benchmarks wehren. Dem gegenüber steht vereinfacht gesagt die Vorstellung, dass man für unterschiedliche Dienstleistungen unterschiedliche Gebühren zahlen sollte, unabhängig davon wie hoch die Rendite am Schluss ausfällt. Wer sich selbst einen NASDAQ-ETF gekauft hat, wird mit der Performance zufrieden sein, aber trotzdem keinen Grund sehen, hohe Performancegebühren dafür zu zahlen. Und wer mehr Techaktien im Portfolio halten will, muss nicht den Umweg via Absolute Return Funds gehen, sondern kann die Titel direkt kaufen.

Bei anderen komplexeren Strategien, sowohl traditionellen als auch alternativen, sind von Managern mehr Ressourcen und Knowhow gefordert, was sich fairerweise in höheren Gebühren niederschlagen darf. Als Beispiele dienen z.B. Emerging Markets Anleihen oder sub-Investment-Grade-Kredite, die sehr viel Aufwand für die Analyse und Due Diligence erfordern. Heute werden interessanterweise bereits beide Themen zu sehr kompetitiven Konditionen angeboten.

Wie entsteht ein Mosaik?

Das von uns skizzierte Muster ist bewusst in schwarz und weiss gehalten, um Kontraste zu verdeutlichen. Natürlich sind in der Praxis viele Kombinationen etabliert. Beispielsweise definieren institutionelle Anleger ihre SAA oft selbst, aber gewähren externen Managern oder Beratern Freiräume bei der Umsetzung, innerhalb bestimmter Quoten. Relevant ist dabei vor allem Konsistenz und Bewusstsein.

Zusammenfassend vergleichen wir die zwei Haltungen mit der Erstellung eines Mosaiks. Wenn der Track Record die Mittel heiligt, wird im Prinzip die Fertigstellung des Mosaiks an externe Manager ausgelagert. Sie suchen die passenden Steine und der Kunde muss nur noch das fertige Mosaik begutachten. Für ihn ist das Bild schön, wenn die Rendite hoch ist. Dem gegenüber möchten andere Investoren ihr Motiv lieber selbst wählen und erstellen. Sie suchen bei den verschiedenen Managern nur geeignete Bausteine (Material, Farbe, Form) um das für sie individuell passende Gesamtbild eigens zu konstruieren.

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 / contact@siglo.ch

