

## SIGLO Timeout Nr. 109 – Boring, Boring, Boring, Bust

### Inhalt

Bewertungen von liquiden Anlagen basieren meist auf (aktuellen) Marktpreisen. Man kann sich zwar streiten, ob diese heute rational sind und realistische Zukunftserwartungen widerspiegeln, aber es herrscht weitgehend Einigkeit, dass sie als Bewertungsgrundlage taugen. Bei Anlagen an privaten Märkten fehlen solche Daten per Definition, weshalb andere Bewertungsmethoden zum Zug kommen. Die Unterschiede zwischen den Ansätzen bei alternativen Managern sind aber gross und die Vergleichbarkeit der ausgewiesenen Performances daher eingeschränkt. Es ist uns ein Timeout wert, die Problematik zu erörtern, weil wir Leser vor Fehlinterpretationen und verzerrten Leistungsbeurteilungen sowie bedauerlichen Entscheiden bewahren möchten.

### Ausgangslage

Investoren möchten früher oder später von Managern wissen, wie ihre Anlagen rentieren. Vielleicht wollen sie ihre erzielten Renditen und Risikomasse auch mit anderen Fonds oder Benchmarks und Indizes vergleichen. Was an liquiden Märkten problemlos geht, gestaltet sich bei Privatmarktanlagen viel komplexer und umständlicher, weil keine täglichen Marktpreise vorliegen und man sich deshalb auf andere Bewertungsmethoden abstützen muss. In einem von Unsicherheit geprägten und realwirtschaftlich schwierigen Umfeld akzentuiert sich das Problem, weil nicht nur die Manager von Anlageportfolios, sondern auch die investierten Unternehmen selbst nicht genau wissen, wo sie stehen. Wir können deshalb nachvollziehen, dass die Bewertungen ihrer illiquiden Titel für die Fondsmanager herausfordernd sind und sie diesen mit unterschiedlichen Methoden begegnen. Ein Hauptproblem orten wir aber trotzdem in den (zu) heterogenen Ansätzen, welche die Manager für die Bewertung ihrer Positionen, für die Berechnung ihrer Fonds-NAVs und damit für Performance-Ausweise einsetzen. Es sprengt den Timeoutraahmen, alle Formen und Details zu beschreiben, weshalb wir uns auf wichtige Grundansätze beschränken.

### Mark-to-What?

Anlagen an liquiden Märkten werden mit der mark-to-market Methode bewertet, d.h. die Bewertung der Titel entspricht den aktuellen Kursen an den Finanzmärkten. Liegen genug Daten in sinnvoller Frequenz (monatlich) vor, bieten sich weitere statistische Analysen an. Bei Anlagen an privaten Märkten geht das nicht, weshalb man auf mark-to-model oder

mark-at-costs zurückgreift. Erstere orientiert sich wie der Name verrät an Modellen, die versuchen, die Grundlage der Bewertungen anhand von ökonomischen Modellen herzuleiten. Beispiele wären Comparables, wobei die Bewertung Kurse vergleichbarer Anlagen auf den liquiden Märkten berücksichtigt, oder Discounted Cashflow Analysen basierend auf aktualisierten Unternehmenskennzahlen. In einigen Anlageklassen adressieren Manager ihre Bewertungsunsicherheiten für einzelne Titel oder Instrumente auch mit proaktiven Abschreibungen (man spricht von Provisions oder Reservationen), was wir der Einfachheit halber zu mark-to-model-Ansätzen zählen. Die zweite Variante ignoriert hingegen neue Informationen, verzichtet auf aktualisierte Berechnungen und belässt so die Bewertung einfach bei den Kosten bzw. dem Einstandspreis der Anlagen, wohl in der Hoffnung, die Lage möge sich irgendwann wieder erholen. Dass dies zwingend zu tiefen Volatilitäten und Korrelationen mit anderen Anlagen führt und damit nicht als Qualitätsmerkmal per se interpretiert werden sollte, müsste auch für Anleger ohne Statistik-Habilitation klar sein.

### Mark-at-cost Plus

Bemerkenswert ist für uns, dass es Manager gibt, die zwar mark-at-cost anwenden, aber Kunden trotzdem umfangreiche qualitative Einschätzungen über die Lage der Positionen im Fonds abgeben. Sie erklären transparent, dass sie sich momentan nicht in der Lage fühlen, präzise Werte zu nennen, aber trotzdem realistische Einschätzungen abgeben möchten. Beliebt sind z.B. Ampelsysteme (Einteilung der Titel in grün, gelb und rot) oder simple Scorings. Aus unserer Sicht ist das

Vorgehen pragmatisch und sinnvoll, weil effektiv niemand im aktuellen Umfeld eine Basispunkt-genaue Renditeschätzung von Privatmarktanlagen fordern sollte, aber man trotzdem eine bessere Vorstellung über die Situation des Managers und seiner Titel erhalten kann. Andere Manager erachten es hingegen nicht für nötig, ihren Kunden oder uns die Situation ihrer gehaltenen Titel zu erklären und verweisen lediglich darauf, dass es heute für sie (noch) keine zwingenden Gründe für Wertberichtigungen gäbe.

### **Die Rolle externer Bewertungsagenten**

Interessant ist für uns auch die Rolle, welche unabhängige externe Bewertungsagenten spielen. Einige Manager folgen diesen blind, was aus Corporate Governance Gedanken für uns gut vertretbar ist, weil es mögliche Interessenkonflikte limitiert (Manager haben ein Interesse, ihre Rendite tendenziell zu gut darzustellen, insbesondere wenn sie periodisch eine Performancegebühr abrechnen). Andere kooperieren zwar auch mit externen Parteien, aber setzen sich über diese hinweg, wenn sie mit deren Meinung nicht zufrieden sind, oder aber im positiven Sinn, wenn es klare Gründe gibt, die für eine bessere oder gar konservativere Bewertung sprechen und somit gemäss Expertise des Managers den Fair Value des zu bewertenden Instruments eher reflektiert. Weitere verzichten ganz auf externe Inputs, weil sie entweder selbst ein transparente, standardisierte und für Kunden nachvollziehbare Modelle anwenden, oder weil ein externer Bewertungsagent keinen Zusatznutzen für den Bewertungsprozess generiert bzw. schlichtweg nicht über die spezifische Expertise zur Bewertung verfügt.

### **Erschwerte Leistungsbeurteilung**

Anleger, welche die Rendite ihrer Produkte z.B. für das bisherige Jahr 2020 mit anderen Produkten oder Peers vergleichen möchten, müssen in unseren Augen berücksichtigen, welche Bewertungsmethode ihre Manager anwenden. Ansonsten besteht die Gefahr, die effektive Leistung falsch einzuschätzen. Wenn beispielsweise ein Kreditmanager alle seine Titel zu Kosten bewertet und lediglich die eingekommenen Coupons berücksichtigt wird er eine äusserst stabile Rendite mit tiefer Volatilität und minimaler Korrelation zu allen anderen Anlagen ausweisen. Auf den ersten

Blick ein sensationelles Ergebnis, trotzte er doch den widrigen Umständen im März 2020 und brachte die gewünschte Stabilität ins Gesamtportfolio. Doch bei näherer Betrachtung wird klar, dass die ökonomische Lage möglicherweise weniger rosig aussieht und der Manager einfach neue Informationen zur Situation seiner Instrumente verschweigt. Ein anderer Manager bemüht sich möglicherweise um Transparenz und weist im März 2020 einen unrealisierten Verlust aus, weil er sich an Comparables der liquideren Märkte orientiert und zeigt, dass die Rückzahlungswahrscheinlichkeit seiner Kredite im Portfolio wohl analog zur gesamtwirtschaftlichen Lage gesunken ist. Seine Renditezeitreihe wird dadurch volatiler und stärker mit anderen Anlagen korrelieren, was auf den ersten Blick negativ interpretiert würde und den Manager im dümmsten Fall sogar Mandate kosten könnte. Dabei ist es gut möglich, dass der zweite Fonds am Ende der Laufzeit das bessere Ergebnis präsentiert als der erste, weil er bei einer Erholung seiner Titel auch wieder höher bewerten darf. Deshalb ist bei kurzfristiger Beurteilung der Anlageleistung von Privatmarktanlagen Vorsicht geboten.

Möchte man sich nun an Peergruppen oder Indizes für Privatmarktanlagen orientieren, so müsste man einzelne Bewertungsmethoden sämtlicher Fonds im Sample kennen. In der Praxis keine leichte Aufgabe, die viel Zeit, Ressourcen und Energie verschlingen kann, weshalb sich die Delegation an spezialisierte Anbieter aufdrängt. Auch bei der Erstellung von Anlagestrategien z.B. bei ALM-Studien erscheint es uns wichtig, sich nicht blind auf irgendwelche verzerrten Indizes abzustützen, welche den klassischen Optimierer zu einer 100%-Allokation führten, die man von Hand am Schluss wieder auf 3% zurücknehmen muss. Stattdessen bieten sich qualifizierte Adjustierungen an, um mit Zeitreihen rechnen zu können, die näher an der Praxis und auch den zukünftig realisierbaren Renditen liegen. Deshalb lohnt sich der Aufwand nicht nur bei Open-end-Fonds, sondern auch bei closed-end, obwohl Kunden zwar nicht agieren aber zumindest beobachten und urteilen können.

### **Anreize und Vorgaben für die Manager**

Aus Sicht des Managers fragt sich, ob man seinen Kunden zutraut, mit einer realistischen

aber auf den ersten Blick düstereren Bewertung umzugehen, oder ob man sie vorerst vor negativen News verschont und erst in ferner Zukunft damit rausrückt, in der Hoffnung, sie solange an Bord halten zu können. Wie so oft liegt die Schönheit im Auge des Betrachters, weshalb wir auf weiterführende Äusserungen verzichten. Es dürfte wohl allen Lesern klar sein, dass wir eine starke Präferenz für die transparenteren Ansätze hegen.

Ebenso wichtig ist die Gleichbehandlung von Investoren, welche von vielen sophistizierten Regulatoren für open-end Produkte verlangt wird und so eigentlich eine nachvollziehbare Bewertungsmethode von Managern fordert. Wenn z.B. eine zeitnahe Bewertung von allen Instrumenten im Fonds nicht vorgenommen werden kann (weil Daten fehlen, was bei alternativen Fonds nicht auszuschliessen ist), ist der Manager zur Gleichbehandlung der Kunden verpflichtet. Konkret geht es z.B. darum, dass er Rücknahmen von Kunden nicht zu einem zu hohen oder zu tiefen NAV auszahlt, der weit vom «fairen» NAV entfernt liegt, weil er zu geringe oder zu hohe Wertberichtigungen vorgenommen hat. Praktische Erfahrung lehrt uns, dass auch in der Frage erstaunlich heterogene Verhalten zwischen verschiedenen Anbietern zu beobachten sind und man als Investor gut daran tut, sich zu informieren und die Mittelflüsse zu verfolgen.

**Sorgfältige Due Diligence als Schlüssel**

Um unserer Präferenz für eine transparente und aufschlussreiche Bewertung gerecht zu werden, welche auch die Gleichbehandlung

von Anlegern sichert, ist eine sorgfältige Due Diligence unabdingbar. Dazu gehört auch ein Studium der oft trockenen und nicht leicht leserlichen Fondsprospekte und Statuten (je nach Anlageklasse spricht man vom Offering Memorandum, Memorandum & Articles of Association, PPM und LPA) sowie der Bewertungsmethode des Managers. Die Arbeit geht weit über Kreuzchenlisten hinaus, weil eine Prüfung der Dokumentation oft viel über den Stil, die Qualität und das Verständnis des Managers für die Kundensituationen verrät. Zudem lernen wir selbst mehr über mögliche Risiken (auch bei der Bewertung), weil professionelle Manager ihre Valuation Manuals den Investoren gerne zur Verfügung stellen.

Wer sich wie wir bereits in früheren Krisen die Finger verbrannt hat, kann nachvollziehen, weshalb wir uns den Due Diligence Aufwand antun und manchmal von Anlagegefässen abraten, obwohl Kunden gerne investieren würden und Manager mit ihrer Enttäuschung über die negative Empfehlung nicht gerade zurückhaltend umgehen. Wer bisher noch nicht in den «Genuss» von gröberen Finanzmarktkrisen kam, dürfte hingegen bald ins Staunen geraten, wenn er verfolgt, wie sich die Rendite einiger intransparenter Manager in den nächsten Quartalen entwickeln dürften oder schon entwickelt haben und von Medien bereits entsprechend kommentiert wurden. Uns kommt hierbei die alte Abkürzung bbbb in den Sinn, welche uns in der Finanzkrise bei den Hedge Funds erstmals zu Ohren kam und rasch populär wurde: Sie steht nämlich für «boring, boring, boring, bust».

**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)

