

SIGLO Timeout Nr. 115 – Der ODD-Imperativ

Inhalt

Wer grössere Summen investiert, unterzieht Produkte und Manager zuvor oft einer Prüfung. Intuitiv denken Leser wohl nun an Strategien und Titelselektionen. Weniger bekannt, aber nicht minderbedeutend, sind die zahlreichen Aspekte neben der Anlageseite, die wir mit dem Begriff Operational Due Diligence (ODD) zusammenfassen. Die ODD soll Schwachpunkte in Prozessen und Dokumenten vor einem Engagement aufdecken. Die Vielschichtigkeit und die Relevanz sorgfältiger ODDs erörtern wir anhand einiger Beispiele, beginnend mit Fondsdokumentation, über Kosten und Ausgaben bis zur Prüfung von Systemen und Prozessen des Managers.

Begriff

Der Begriff «Due Diligence» beschreibt eine eingehende Prüfung eines Kaufobjekts, in der Finanzwelt oft eine einzelne Anlage oder ein Fonds von einem bestimmten Manager. Due Diligences können generell durchgeführt werden, oder mit spezifischem Fokus auf relevante Themen. So wird in der Praxis oft zwischen Investment und Operational Due Diligence (IDD und ODD) unterscheiden. Die erste befasst sich mit Anlagestrategien und Umsetzung, die zweite mit allen anderen relevanten Punkten. Wer glaubt, ODDs seien nur auf kleinen und unbekanntem Managern notwendig, täuscht sich. Unsere langjährige praktische Erfahrung zeigt leider, dass investorenunfreundliche Anlagebedingungen und fragwürdige operationelle und juristische Prozesse keineswegs nur ein Privileg von Nischenmanagern darstellen.

Dokumentation

Wie in fast jeder anderen Branche regeln auch in der Finanzwelt Verträge die Rechte und Pflichten von Managern und Investoren. Bei alternativen Anlagen spricht man je nach rechtlicher Struktur des Produkts oft vom «Offering Memorandum» (OM), vom «Private Placement Memorandum» (PPM) oder vom «Limited Partnership Agreement» (LPA). Ein detailliertes Studium dieser ewig langen und sprachlich anspruchsvollen Dokumente ist für uns unabdingbar, weil man sich nur so zuverlässig über die geltenden Bedingungen des Produkts informieren und sich ein Bild bzgl. der Professionalität des Managers machen kann. Ein OM listet Anlagerichtlinien auf, spricht Anlageklassen und Instrumente sowie die dazugehörigen Limiten, in welche ein Fonds investieren darf. Wir haben von

klaren und sinnvoll definierten Richtlinien bis hin zur absoluten Freiheit inkl. unlimitierter Hebel (Leverage) schon alles gesehen. Je breiter die Richtlinien, desto höher muss das Vertrauen in den Manager sein, dass dieser den Freiheitsgrad nicht missbraucht. Das OM regelt zudem die Liquidität des Fonds. Es beschreibt, ob ein Fonds Rückzahlungen verzögern, limitieren, aussetzen oder gar in Form einer Sachausschüttung bedienen darf. Wer sich nur auf Versprechen des Anbieters verlässt, wonach sein Fonds jederzeit liquide sei, geht evtl. unnötige Risiken ein. In der Finanzkrise in 2008/09 erfuhren Anleger auf schmerzhaft Weise, dass die versprochene Liquidität nicht der effektiven entsprechen muss. Durch ein Studium der Liquiditätsbedingungen und einem Vergleich zwischen Fondsliquidität und derjenigen gehandelter Instrumente hätte sich diese Problematik gut vermeiden lassen. Deshalb prüfen wir stets, ob die sogenannten Liquiditäts-Mismatches bei Fonds wirksam ausgeschlossen werden.

Financial Statements

Neben dem Vertragswerk spielt die Prüfung der Jahresberichte (Financial Statements) von Fonds in einer ODD eine zentrale Rolle. Darin lassen sich unter anderem sämtliche Ausgaben des Fonds nachvollziehen, die der Investor zahlt. Man staunt ab und zu, was alles zu Lasten der Investoren abgerechnet wird, findet aber zugleich den Grund für hohe TERs und schwache Nettoerrenditen. Weiter lassen sich Kommentare oder qualifizierte Gutachten des Auditors hinsichtlich der Bewertung von Fonds-Positionen sowie die Geschäftspartner des Managers bzw. des Fonds beurteilen, was uns häufig Aufschluss über seine Seriosität gibt.

Systeme und Prozesse

Eine vollständige Liste mit Prüfungskriterien zu Systemen und Prozessen würde nicht nur den Timeout-Rahmen sprengen, sondern wäre auch nutzlos, weil sie den spezifischen Merkmalen in einzelnen Anlageklassen nicht gerecht wird. Für aktive liquide Strategien mit hohem Titeltturnover wie z.B. systematische Hedgefonds stellen effiziente und leistungsstarke Handelssysteme einen prüfenswerten Erfolgsfaktor dar, während sie für illiquide Privatmarktanlagen kaum bedeutend sind. Umgekehrt spielen Prozesse für Sourcing und Analyse von Schuldnerfirmen bei der Direktvergabe von Firmenkrediten von Direct Lending Managern eine Hauptrolle, während sie bei Trendfolgestrategien irrelevant sind. Nutzenstiftende ODDs tragen spezifischen Merkmalen unterschiedlicher Anlageklassen und Strategien Rechnung. Daher generieren billige, übersimplifizierte und generelle Tick-the-Box-Due-Diligences querbeet über alle alternativen Anlagen oft keinen Mehrwert.

Bei Prozessprüfungen legen wir Augenmerke z.B. auf die Vermögenstrennung und Cash-Sicherung, die Cash-Transferrichtlinien, den Handelsablauf und auf die Bewertung des Portfolios. Letzteres genießt besondere Bedeutung, weil Bewertungsmethoden je nach Anlageklasse unterschiedlich ausgestaltet und formalisiert werden. Liquide Anlagen bieten den zentralen Vorteil beobachtbarer Marktpreise, was quantitative Analysen von Rendite-Risiko-Massen ermöglicht und somit aussagekräftige Vergleiche mit Konkurrenten erlaubt. Für illiquide Anlagen fehlen Daten, was Vergleiche und Beurteilungen erschwert.

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

Natürlich sind Volatilitäten und Korrelationen illiquider Anlagen mit liquiden Anlagen fast null, wenn die Titel stets zu Kosten bewertet werden. Daraus aber auf Unabhängigkeit und Diversifikationspotenzial zu schliessen, wirkt etwas arg blauäugig. Daher ist es wichtig zu verstehen, welche Prozesse die Manager bei der Bewertung illiquider Anlagen einsetzen, auch um Interessenkonflikte zu vermeiden. Wenn Manager auf Anlagevolumen entlohnt werden, besteht für sie kein Anreiz, dieses durch Wertberichtigungen zu vermindern. In der Praxis offenbarten sich uns Unterschiede zwischen Anbietern mit transparenten, extern verifizierten und aussagekräftigen Methoden zur Bewertung bis zum gefühlten Blindflug mit undurchschaubaren internen Prozessen.

Operationelles Alpha

Auch die beste ODD garantiert keine überdurchschnittlichen Renditen. Fest steht aber, dass ohne seriöse ODD eine erhöhte Gefahr besteht, in Produkte zu investieren, welche institutionelle Ansprüche nicht ausreichend erfüllen und damit unnötige und schlechtentschädigte Risiken mit sich bringen. Mit anderen Worten: ein «operationelles Alpha» im Sinne von bester Praxis-Methoden lässt sich mit passender Erfahrung bei einer ODD-Prüfung eines Managers im Quervergleich schon identifizieren, auch wenn es sich nicht in höheren Renditen niederschlägt. Mangelhafte operationelle Managersetups werden aber nicht mit operationellen Risikoprämien entschädigt, sondern evtl. nur mit Verlusten bestraft. Daher sind ODDs für uns vor allem bei alternativen Anlagen zwingend nötig, um fundierte Investitionsentscheide zu treffen.

