

## SIGLO Timeout Nr. 87 - Cashmanagement-Philosophien

### Abstract

Wir beobachten seit Jahren, dass sich Anleger und Vermögensverwalter im Hinblick auf den Umgang mit Cash in zwei grundsätzliche und gegensätzliche Lager einteilen lassen. Für die einen ist Cash eine wertvolle Anlagealternative, die taktisch z.B. als Hedge oder trockenes Pulver genutzt werden kann, für die anderen eher ein notwendiges Übel, das es zu minimieren gilt. Für beide Philosophien gibt es überzeugende Argumente, weshalb wir uns nicht auf eine Seite schlagen wollen. Wichtig ist allerdings, dass sich Kunde und Manager einig sind, welche Philosophie umgesetzt werden soll.

### Ausgangslage

Folgende fiktiven Zitate von Investoren widerspiegeln zwei unterschiedliche Philosophien und Diskurse im Umgang mit Cash anschaulich:

"Unser Portfolio liegt seit mehreren Quartalen hinter dem Benchmark-Index zurück, weil der Manager die Cashquote einfach nicht reduziert und unser Geld nicht rasch genug investiert. Wir können diese andauernde Unterperformance nicht mehr akzeptieren und prüfen eine baldige Rücknahme. Erstens, weil die schlechte Rendite gegenüber Benchmark-Indizes und Peers in der Anlagekommission gar nicht gut ankommt und zweitens, weil wir keine aktiven Gebühren bezahlen, damit ein aktiver Manager dann doch nur Cash hält. Cash können wir ja schliesslich auch selber halten, wenn wir das wollten."

"Wir können einfach nicht verstehen, weshalb der Manager im einem teuren Marktumfeld voll investiert bleibt und unser Geld zu unattraktiven Konditionen investiert. Er nimmt damit hohe Verluste bei einer Korrektur in Kauf und scheint nicht zu verstehen, dass sich früher oder später bessere Einstiegszeitpunkte eröffnen werden. Uns beschleicht das Gefühl, dass der Manager seine Gebühren maximieren will, indem er jeden Deal akzeptiert, der ihm über den Weg läuft, anstatt unsere Interessen zu wahren und unser wertvolles Kapital sorgfältig anzulegen."

### Rollen von Cash

Im ersten Zitat sucht der Anleger typischerweise Exposures in einer bestimmten Anlageklasse, die in seiner Strategie vorgesehen sind und die langfristig positive Rendite versprechen. Daher möchte der Anleger eher Manager selektieren, die rasch, permanent und voll investiert sind. So bleiben relative Risiken (gegenüber Indizes oder Strategien) und auch Opportunitätskosten tief und die unterstellte Risikoprämie der Anlageklasse wird integral abgeschöpft. Würde man in einen entsprechenden Index investieren (so wie es strategische Asset Allokationen vorsehen),

wäre dieser ja auch per Definition immer voll investiert. Das Cashmanagement wird in diesem Beispiel bewusst nicht taktisch vom Manager, sondern nur vom Kunden gesteuert.

Im zweiten Beispiel erwartet der Anleger auch eine positive Rendite aber zusätzlich ein aktives, taktisches Management des Markt-Exposures durch den Manager. Mit anderen Worten soll der Manager nicht einfach investieren, sondern seine Anlagen aktiv timen. Cash dient dabei als Reserve, je nach Umfeld sogar als Hedge, als sofortig verfügbares trockenes Pulver für Käufe oder zumindest als risikominimierende Anlage. Der Kunde delegiert nicht nur die Titelselektion, sondern auch Markt-Timing an den Manager.

Eine Zuordnung von Anlegertypen auf die zwei Philosophien erscheint uns zu stark simplifiziert. Dennoch haben wir den Eindruck, dass grosse institutionelle Anleger eher vollinvestierte Fonds mögen und Family Offices häufiger offen für Taktik sind. Unbestritten ist in jedem Fall, dass Anleger bei ihren Managerselektionen bewusst entscheiden sollen, welche Philosophie für sie besser passt. In unserer Erfahrung lohnen sich zudem offene Diskussionen mit Managern über die zwei verschiedenen Cash-Philosophien.

### Relative oder absolute Rendite?

Sieht ein Manager seine Rolle darin, permanent Risikoprämien abzuschöpfen und Benchmark-Indizes zu replizieren oder risiko-adjustiert zu schlagen, so spielt für ihn die relative Rendite eine grosse Rolle. Deshalb wird er versuchen, seine Cash-Quote möglichst gering zu halten, um nicht gegenüber dem Index ins Hintertreffen zu geraten. Ob sich ein voller Investitionsgrad im vorherrschenden Umfeld lohnt oder nicht, interessiert diesen Manager nicht. Offensichtlich will sein Kunde in die Anlageklasse investiert sein, womit aktives Markt-Timing obsolet wird. Der Manager wird deshalb tendenziell nur über die ausgewählten Titel in seinem Fonds sein Risikomanagement umsetzen.

Versteht ein Manager sein Mandat hingegen als Absolute Return Auftrag, so wird er tendenziell einen höheren Cash-Bestand halten, wenn er glaubt, der Markt sei überbewertet oder stehe sogar kurz vor dem Absturz. Der Manager fühlt sich dabei explizit für das Timing der Anlagen und damit für die absolute Rendite zuständig. Er nimmt damit bewusst in Kauf, dass er in einer guten Marktphase nicht mit der Rendite eines Benchmarks mithalten kann und argumentiert, dass er diesen Rückstand in einer Krise längst wieder wettmachen würde.

***Bei Managerselektionen ist die Cash-Philosophie ein zentrales Kriterium.***

Aus Kundensicht stellen sich somit zwei Fragen: Erstens ob überhaupt aktive Timing-Entscheidungen gefällt werden sollen. Falls nicht sollte man vollinvestierte Manager auswählen (abgesehen von Verpflichtungsseitig getriebenem Cash-Bedarf), um die strategisch erwünschten Risikoprämien permanent abzuschöpfen. Logischerweise fallen alle passiven Ansätze in diese Gruppe. Wenn man hingegen aktive Timing-Entscheidungen erlaubt, fragt sich zweitens, ob man sie als Anleger selber fällen und steuern will, oder ob man sie an einen externen Manager delegiert.

### **Spezifische Überlegungen für Strategien**

Die bisherigen Überlegungen waren generell. Für bestimmte aktive und alternative Strategien drängen sich weitere Überlegungen auf, die wir nun kurz anschnitten möchten. Man verzeihe uns die Oberflächlichkeit der Aussagen, weil im Timeout nicht genug Platz zur Verfügung steht. Selbstverständlich vertiefen wir die Gedanken jederzeit gerne in persönlichen Gesprächen.

### **Utilization Rate zentral bei ABL-Strategien**

Für alternative Kreditstrategien wie z.B. Asset Based Lending, mit kurzen Laufzeiten, spielt die sogenannte Utilization Rate eine zentrale Rolle (siehe z.B. Timeout Nr. 61 zu Trade Finance). Je höher der Investitionsgrad eines Managers, desto höher die Rendite, die er erzielt. Natürlich sollte ein Manager gleichzeitig die sorgfältige Kreditprüfung nicht vernachlässigen und soweit wie möglich nur gute Kredite vergeben. Aber unbenutztes Cash stellt in Kreditstrategien mit kurzen Laufzeiten nur Opportunitätskosten dar. Des Weiteren muss sich jeder ABL-Manager im Klaren sein über die Kapazitätsgrenzen seiner Strategie, über die zeitlichen und personellen Limiten seines Deal-Sourcings sowie über seine Fund-Flows (die meisten Fonds sind Open-end).

### **Corporate Direct Lending**

Für längerfristige Kreditvergaben wie z.B. Direct Lending an Firmen, stellen sich für uns etwas andere Fragen (siehe Timeouts Nr. 51, 53, 64 oder 80), auch weil die Produkte Closed-end sind. Hier beobachten wir, dass einige Manager nur kurze Investitionsperioden von 1-2 Jahren aufweisen und argumentieren, dass sie Kundengelder nicht zu lange blockieren bzw. möglichst rasch gewinnbringend anlegen wollen. Häufig sammeln diese Fonds auch weniger Geld ein. Andere Anbieter lancieren Funds mit mehrjährigen Investitionsperioden und erklären, dass sie das versprochene Kapital der Kunden nicht unter Druck abrufen und investieren wollen, sondern auf gute Zeitpunkte und gute Deals warten. Wir wiederholen uns in der Feststellung, dass es nicht richtig oder falsch gibt, sondern von individuellen Kundeninteressen abhängt. Es lohnt sich als Kunde zu überdenken, wie rasch man investiert sein will, um dies konsequent in der Managerselektion zu berücksichtigen.

### **Vorsicht bei Vertuschungsversuchen**

Wie so ziemlich überall in der (Finanz-) Welt wird auch im Umgang mit Cash im Rahmen von Fonds und Anlagen immer wieder versucht, unvorteilhafte Situationen zu vertuschen oder zumindest in ein vorteilhafteres Licht zu rücken. Einige fiktive aber realitätsnahe Aussagen von Anbietern dienen als Beispiele, weil sie auf den ersten Blick überzeugend klingen, sich aber auf den zweiten Blick als Ausreden herausstellen könnten, wenn man die richtigen Fragen stellt.

"Unsere Cashquote ist hoch, damit wir jederzeit auf unvorhersehbare Rücknahmen von Kundengeldern reagieren können." Das mag sogar stimmen aber weshalb sollte ein langfristig ausgerichteter Kunde die Opportunitätskosten dafür tragen, wenn er diese Liquidität gar nicht benötigt. Man sollte eher prüfen, ob der Fonds nicht zu hohe Liquidität im Verhältnis zur Marktliquidität seiner gehaltenen Instrumente offeriert.

"Wir steuern unsere Cash-Quote taktisch, um gute Einstiegsgelegenheiten auszunutzen, wenn sie auftreten." Klingt sinnvoll und smart, nur möchten wir dann verifizieren, dass die Cash-Quote effektiv über die Zeit schwankt und hoffentlich in günstigen Märkten gering und in teuren Märkten hoch war. Bleibt hingegen die Cash-Quote konstant hoch, wird evtl. gar kein Timing betrieben. Noch unglücklicher, wenn sich bei genauerer Prüfung herausstellt, dass der Cashbestand taktisch schlecht gesteuert wurde und mehr Kosten als Nutzen verursachte.

"Wir halten Cash, weil das aktuelle Marktumfeld keine guten Anlagemöglichkeiten bietet." Auch das kann durchaus stimmen. Nur drängt sich die Frage auf, ob das Umfeld effektiv für alle Manager und für alle Deals unattraktiv ist, oder ob bloss für diesen Manager, der nicht an die guten Deals im Markt herankommt. Natürlich ist diese Unterscheidung nicht trivial, aber Nachforschungen lohnen sich, weil im Zugang zu attraktiven Deals ein Wettbewerbsvorteil von zahlreichen erfolgreichen Managern liegt.

Die Entwicklung der verwalteten Vermögen bei Managern gilt zudem es stets zu beobachten. Zu hohe Cashquoten oder angekündigte aber nicht eingehaltene Schliessungen von Fonds an der Kapazitätsgrenze einer Strategie zeugen nicht von Taktik sondern in unserer Erfahrung von Überoptimismus, Geldgier oder unzureichendem Dealsourcing. Keiner dieser Faktoren spricht für ein Engagement bei einem Manager.

### Heutige Relevanz von Cashmanagement

Die Fragestellung zur Cash-Philosophie ist nie unwichtig. Im heutigen Marktumfeld kommt ihr aber eine noch höhere Bedeutung zu, weil wir beobachten, dass die Geduld vieler Kunden abgenommen hat. Man toleriert relative Minderrenditen gegenüber Indizes manchmal nur unter Protest und nur über wenige Perioden. Strategische Consultants verpassen auch keine Gelegenheit darauf hinzuweisen, dass ein Fonds gegenüber dem Benchmark eine Minderrendite erzielte, ohne dabei die Cash-Philosophie des Fonds zu kennen (obwohl man vielleicht sogar selber selektierte). Andererseits erachten es nur wenige Anleger als gefährlich, wenn Manager damit protzen, gigantische Geldsummen eingesammelt zu haben, weil sie angeblich immer noch über fantastische Deal-Pipelines verfügen.

### Faire Vergleiche

Langfristig wollen wir alle mit Managern investieren, welche gegenüber der Konkurrenz überdurchschnittlich gut abschneiden. Aber kurz- und mittelfristig darf man die Cash-Philosophie eines Managers bei der Leistungsbeurteilung nicht ganz ausser Acht lassen bzw. nicht vergessen, welchen Typ von Managern man selbst ausgesucht hat. Dass ein vorsichtiger Manager, mit einem Absolute Return Ansatz im Jahr 2017 den BM-Index nicht erreichte, überrascht kaum. Dass er im Peergroupvergleich hinter den vollinvestierten Konkurrenten liegt, ist ebenfalls unvermeidbar. Interessant wird es erst, wenn man analysiert, wie sich dieser absolute Return Manager in schwierigeren Phasen wie z.B. anfangs 2016 oder kürzlich geschlagen hat, sprich über einen Zyklus oder zumindest über unterschiedliche Marktphasen.

Ehrlich gesagt zweifeln wir, dass viele absolute Return Manager ihre Indizes und Konkurrenten mit gutem Timing und Cash-Management nach Kosten schlagen. Die Ausrede eines Managers, man könne seine Rendite nicht mit Indizes oder Peers vergleichen, weil er Cash taktisch halte, wirkt deshalb für uns ungläubwürdig, selbst wenn es kurzfristig stimmt. Gleichzeitig sind wir aber skeptisch, ob gewisse Manager in der Lage sind, ihre hohen eingesammelten Gelder anzulegen. Deshalb empfehlen wir für faire und aussagekräftige Leistungsbeurteilungen Vergleiche mit Konkurrenten. Falls für Anlageklassen sinnvolle und replizierbare Indizes zur Verfügung stehen, sollten sie natürlich beigezogen werden. Wir empfehlen weiter, auch investierbare ETFs, die Indizes nachzubilden versuchen, in die Peergroupvergleiche zu integrieren, weil diese ETFs bessere Abbilder passiver Lösung abgeben als theoretische und nicht-replizierbare Indizes.

#### SIGLO Capital Advisors AG

*ist eine Anlageberatungsfirma in Zürich,*

*berät Sie bei der Umsetzung Ihrer Anlagen,*

*unterstützt Sie bei der Selektion von Anlageprodukten und Managern, bei der Portfolio-konstruktion und bei der Überwachung,*

*erarbeitet massgeschneiderte Lösungen mit konkreten Handlungsempfehlungen für Sie,*

*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)

