Nach welchen Gesichtspunkten US-Pensionskassenberatungsgesellschaften ihre Vermögensverwalter auswählen

Die qualitativen Kriterien sind entscheidend

Von Fernand Schoppig* New York

Auf der Suche nach Vermögensverwaltungsfirmen gehen die amerikanischen Pensionskassenberatungsfirmen nach zwei Grundsätzen vor. Einerseits werden quantitative Aspekte, sprich Performancezahlen und statistische Messziffern, in Betracht gezogen. Andererseits erfolgt eine Selektion aufgrund qualitativer Merkmale

Dieser Artikel befasst sich ausschliesslich mit qualitativen Auswahlkriterien. Hier kommt es vorwiegend auf die intuitive Gesamtbetrachtung einer Portfoliomanagementfirma an. Wenn es dem Berater gelingt, einen Anlagespezialisten zu finden, der nebst einer überdurchschnittlich guten Performance auch noch andere Aspekte wie interessanten Anlageansatz, gute Firmenorganisation und effiziente Administration auf sich vereinigt, stehen die Chancen gut, dass er eine optimale Wahl getroffen hat.

Das Auswahlverfahren

Die qualitative Selektionsarbeit beginnt mit dem Interview der Anlageberatungsfirma. Es darf davon ausgegangen werden, dass der Manager von der quantitativen Seite her die Kundenansprüche nach absoluter, relativer und risikoadjustierter Performance erfüllt, bevor die qualitativen Kriterien überhaupt analysiert werden. Das Gespräch konzentriert sich primär auf die Fähigkeit des Managers, die von ihm befolgte Anlagephilosophie zu erklären. Dieser Prozess der Befragung beschränkt sich nicht nur auf die Investmentstrategie im allgemeinen, sondern nimmt speziell auch die Titelselektion, die eigentliche Kaufs- und natürlich auch die Verkaufsstrategie unter die Lupe. Der Fähigkeit des Managers, die gesamte Anlagestrategie klar, einfach und überzeugend zu erklären, wird starkes Gewicht beige-

Ein wichtiges Entscheidungselement ist der Kreativität des Managers in seinem Anlageprozess gewidmet. Ein Portefeuille zweier Anlageberatungsfirmen, welche sich beispielsweise in der Auswahl bekannter Wachstumswerte spezialisieren, sieht wohl auf den ersten Blick ziemlich ähnlich aus. Hier ist es wichtig festzustellen, wie die beiden Firmen zu ihrem Entscheid gelangen. Basiert der Entscheidungsprozess auf fundamentaler Analyse, oder sind technische Faktoren ausschlaggebend? Beginnt der Entscheidungspro-

zess mit dem Eruieren makroökonomischer Faktoren, um dann in die Industrieanalyse und eigentliche Titelselektion überzugehen, oder werden die volkswirtschaftlichen Eckdaten komplett negiert und das Hauptaugenmerk der Anlagephilosophie direkt auf die Titelselektion ausgerichtet? Basiert die Wertschriftenselektion auf einem quantitativen Modell, einer sogenannten «Black Box»? Ein kreativer Anlageprozess, gut und klar vertreten, ist ein wichtiges Plus im Rennen um den ersten Platz.

Als nächster Schritt erfolgt die Kontrolle der im Portfolio enthaltenen Werte. Hier wird bestimmt, ob die einzelnen Titel

* Fernand Schoppig ist Certified Financial Planner (CFP) und Accredited Investment Management Consultant (AIMC) und Inhaber der FS Associates, Coldwell, NJ, einer Beratungsfirma für den Bereich Vermögensyerwaltung.

mit der Anlagephilosophie übereinstimmen. Wenn ein Manager, welcher sich als Spezialist für kleine Wachstumswerte ausgibt, in seinem Portfolio aber mehrheitlich bekannte Blue chips hält, so wirkt dies bedenklich. Eine solche Diskrepanz zwischen dem, was der Manager vorgibt zu tun, und dem, was er dann aufgrund seiner Titelselektion auch wirklich macht, disqualifiziert in den meisten Fällen einen Kandidaten eindeutig. Denn eine solche Divergenz lässt darauf schliessen, dass der Manager sich nicht an die von ihm vertretene Anlagestrategie hält.

Entscheidungsstruktur

Sehr wichtig für den qualitativen Auswahlprozess ist auch die Führungs- und Entscheidungsstruktur des Managers. Ist die Firma streng hierarchisch geführt, oder wird die Einzelinitiative gefördert? Wird der Anlageentscheidungsprozess durch Komitees bestimmt und in die Praxis umgesetzt, oder sind es Gurus, welche die Wertschriftenselektion bestimmen?

Es gibt hier grundsätzlich keine guten oder schlechten Varianten, denn bis anhin bestehen keine langfristigen empirischen Studien, welche eine direkte Korrelation zwischen dem Anlageresultat und der Art der umgesetzten Anlagestrategie feststellen lassen. Mit anderen Worten: Ob Gruppenentscheid oder Einzelurteil, beide Varianten können zu einer positiven Performance führen.

Allerdings hat der Star-Approach einen gewaltigen Nachteil. Ein überdurchschnittlich gutes Anlageresultat, welches von einem einzelnen Portfoliomanager erzielt wurde, birgt kaum Gewähr, wiederholt zu werden, wenn dieser Manager die Firma wechselt. Die Performance wird in einem solchen Fall zu stark direkt mit der Person des Anlageberaters selbst identifiziert. Deshalb ist in der Regel eine Vermögensverwaltungsfirma, in welcher ein Team von Spezialisten für die Performance verantwortlich ist, einem einzelnen «Genie» vorzuziehen.

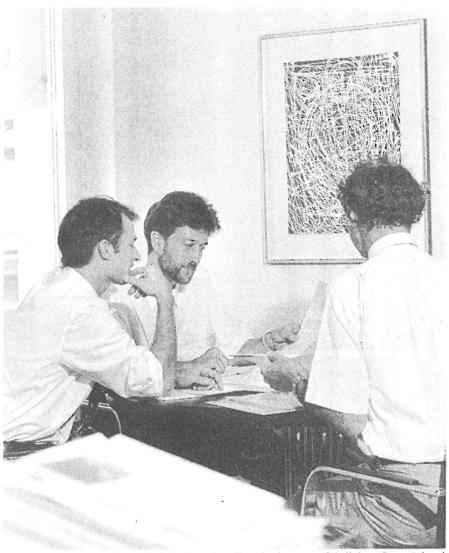
Ein weiterer wichtiger Aspekt in der qualitativen Beurteilung einer Anlageberatungsfirma befasst sich mit der operativen und administrativen Infrastruktur der Gesellschaft. Damit die Portfolios richtig überwacht werden können, braucht es mindestens zwei ausgewiesene Fachleute im Portfoliomanagementbereich. Sollte einer durch Krankheit oder andere Absenzen verhindert sein, muss für adäquate Stellvertretung gesorgt sein. Deshalb sollten Firmen mit nur einem Spezialisten, einem sogenannten Einzelkämpfer, gemieden werden. Weiter ist es von äusserster Wichtigkeit, dass die administrative Back-office-Funktion gut organisiert ist, damit keine abwicklungstechnische Probleme bei Wertschriftentransaktionen aufkommen.

Wie ist die allgemeine Stimmung im Betrieb selbst? Arbeiten die Angestellten auf allen Ebenen gut miteinander? Ist das Arbeitsklima grundsätzlich harmonisch? Um diese Fragen zu beantworten, ist es unumgänglich, die Betriebe der Kandidaten selbst zu besuchen. Es ist wichtig, dass der Berater sich vor Ort ein Bild darüber machen kann, wie die Firma organisiert ist und ob die Organisation auch wirklich optimaler Natur ist.

Im gleichen Zusammenhang ist es auch wichtig zu wissen, wie die Mitarbeiter auf allen Ebenen für ihre Dienste entlöhnt werden. Ist die Salärstruktur marktgerecht? Partizipieren alle Angestellten am Erfolg der Firma, sei es durch Mitarbeiteraktien oder durch adäquate Entlöhnung in Form von Gratifikationen, oder profitiert davon nur das oberste Kader? Auch diesem Fragenkreis muss gebührend Beachtung geschenkt werden, hat doch die Arbeitsmoral sicherlich im weitesten Sinn auch einen wichtigen Einfluss auf die Anlageperformance.

Die «Chemie» muss stimmen

Schliesslich müssen auch noch die veröffentlichten Performancezahlen aus qualitativer Sicht analysiert werden. Dies



Die qualitative Selektionsarbeit beginnt jeweils mit einem ausführlichen Gespräch mit den Verantwortlichen der Anlageberatungsfirma, die sich für das Mandat bewirbt. Bild: Marcel Zürcher

mag auf den ersten Blick etwas seltsam erscheinen, werden doch Anlageresultate primär von der quantitativen Warte her untersucht. Hier geht es aber nicht darum herauszufinden, wie gut der Vermögensverwalter gearbeitet hat, sondern wie repräsentativ die von ihm gelieferten Zahlen wirklich sind. Handelt es sich bei diesen um eine Zusammensetzung aller Portefeuilles, welche nach gleichen Gesichtspunkten gemanagt werden, um einige speziell ausgesuchte Konti oder sogar um ein ganz bestimmtes Konto? Enthalten die veröffentlichten Zahlen die Verwaltungsgebühr, oder ist diese bereits abgezogen? Werden die erfassten Portfolios nach der jeweiligen Grösse gewichtet, so dass die Performance grösserer Portfolios stärker ins Gewicht fällt, oder wird jedes einzelne Konto gleich stark gewichtet, was grundsätzlich das Bild verfälscht?

Die amerikanische Finanzanalysevereinigung (Association of Investment Management Research) hat vor zwei Jahren Richtlinien herausgegeben, wie das Anlageresultat darzustellen ist. Da die meisten amerikanischen Vermögensverwalter Mitglieder dieser Vereinigung sind, haben diese Richtlinien einen wichtigen Stellenwert im Anlageberatungsgewerbe. Eine dieser Weisungen verbietet beispielsweise, in einem Performancenachweis Zahlen zu zeigen, welche zwar vom selben Anlagespezialisten oder Team erarbeitet wurden, aber nicht in derselben Firma, sondern in einem anderen Unternehmen. Die Performance wurde dann «übernommen», als der Star oder das Team sich entweder selbständig machte oder zur jetzigen Firma wechselte.

Nachdem nun alle diese qualitativen Aspekte analysiert, gewichtet, bewertet und insgesamt für gut befunden wurden, kommt es schliesslich auf die «Chemie» zwischen dem Vermögensverwalter und dem Kunden an. Die konstante, offene Kommunikation ist von eminenter Wichtigkeit und muss in allen Fällen gewährleistet sein. Besonders in Zeiten, in denen sich die Performance des Managers unterdurchschnittlich entwickelt, ist es wichtig, dass der Kunde das Gefühl hat, gut informiert und bedient zu werden.

Verglichen mit der quantitativen Analyse, ist die qualitative Bewertung eines Managers um einiges schwieriger, ganz einfach darum, weil es keine genauen Richtlinien gibt. Hier kommt es primär auf die Intuition an, damit die richtige Wahl des Anlageberaters für den Kunden auch zu einer langfristigen, fruchtbaren Geschäftsbeziehung gedeiht.