

## H.C.M. Fondsmanager-Auswahl und Portfolio-Konstruktion

- An erster Stelle stehen die Ziele des Mandanten. Dabei spielt die Frage nach Risikoaversion oder Risikoneutralität eine wichtige Rolle. Moderne ökonomische Modelle begründen Risikoaversion bei Unternehmen.
- Bei Risikoaversion (konkaver Risikonutzenfunktion) und bestimmten Annahmen, insbes. über die Renditeverteilungen, ist die Maximierung der Sharpe-Ratio des in risikobehaftete Anlagen investierten Gesamtportfolios des Anlegers zum individuellen Anlagehorizont das theoretisch richtige Ziel.
- Wichtiger Bestandteil in der Analyse ist die bereits erzielte Manager-Performance. Um aus dieser Ertrags-Risiko-Charakteristika, bezogen auf einen speziellen Anlagehorizont, abzuleiten, benötigt man eine ausreichend lange Zeitreihe. Bei Anlagehorizonten von einem Jahr oder mehr stehen ausreichend lange Zeitreihen nur für wenige Manager zur Verfügung. Daher muss man in der Praxis mit einer Approximation arbeiten: Analysiert werden die Verteilungen der erzielten stetigen Monatsrenditen. Das Portfolio mit der höchsten Sharpe-Ratio, approximativ mit stetigen Monatsrenditen berechnet, hat unter den bei der Parameterschätzung ohnehin getroffenen Annahmen auch für andere Zeithorizonte die höchste, mit stetigen Renditen approximativ ermittelte, Sharpe-Ratio. Bei Jahresrenditen zeigt sich die Approximation von diskreten durch stetige Renditen meist als vertretbar – bei längeren Horizonten sollten ohnehin Möglichkeiten der Umschichtung im Portfolio berücksichtigt werden.
- Das von Connor und Korajczyk erweiterte Treynor-Black-Modell zeigt, dass zur Maximierung der Sharpe-Ratio des Gesamtportfolios die Asset-Manager mit der höchsten (Covenant) Information-Ratio<sup>1 2</sup> ausgewählt werden sollten. Daher ist diese in unserem Investment-Prozess wichtige Zielgröße.
- Typischerweise sind erfolgreiche Manager hoch spezialisiert – sowohl auf bestimmte Stilsegmente als auch auf Timing- oder Selektionsstrategien. Das erweiterte Treynor-Black-Modell geht von der uneingeschränkten Marktfähigkeit aller systematischen Risikofaktoren aus. Dies trifft zu für die Marktrendite. Wir betrachten jedoch auch Investmentstile als Risikofaktoren, und diese sind weniger leicht handelbar.
- Daher versuchen wir, Manager zu finden, die hinsichtlich ihres Stils möglichst komplementär sind - einerseits um eine weitgehende Stil-Diversifikation zu ermöglichen<sup>3</sup>, aber auch um mit unserem Multi-Manager-Fonds-Programm eine möglichst große Bandbreite an Ertrags-Risiko-Charakteristika anbieten zu können.
- Dazu dient die Stilanalyse (basierend auf der Methodik von Sharpe und/oder „klassischen“ Regressionsanalysen), die Voraussetzung zur Ermittlung der CIR ist.
- Institutionelle Anleger unterliegen häufig Leverage-Verboten und Beschränkungen hinsichtlich des Einsatzes von Leerverkäufen und Termingeschäften. Daher ist eine Konzentration auf Manager sinnvoll, die in Phasen, in welchen ihr Stil dominierte, auch v o r Risikoadjustierung Outperformance erzielen konnten.
- Basierend auf dem Merton/Henriksson-Modell wird im Rahmen der Stilanalyse zwischen Timingfähigkeit<sup>4</sup> und Selektionsfähigkeit<sup>5</sup> der Manager differenziert.

<sup>1</sup> Der Begriff CIR stammt nicht von Treynor und Black, sondern von Barr Rosenberg.

<sup>2</sup> (Nur) bei einem Beta (zur Marktrendite) von 1 ist die CIR identisch mit der von Grinold/Kahn propagierten

„Information Ratio“, ursprünglich definiert als aktive Rendite durch Tracking-Error.

<sup>3</sup> Bei unseren **Musterportfolios** betreiben wir (jedoch) aktives Stil-Timing.

<sup>4</sup> Die Fähigkeit, Makrobewegungen (wie Investmentstilphasen) rechtzeitig zu erkennen

- Die Ergebnisse der quantitativen Stilanalyse werden verglichen mit qualitativen Aspekten, insbesondere der Dokumentation des Investmentprozesses des Managers, der vorhandenen Research-Kapazitäten und der Qualifikation des Personals. Die Ergebnisse der quantitativen und der qualitativen Analyse müssen zusammenpassen. Insbesondere sind auch Indizien für (fehlende) Stil Konstanz wichtig. Darüber hinaus wird geprüft, ob und welche Bedrohungen für eine künftige Veränderung in Investmentprozeß und Stil des Managers bestehen.
- Die aus quantitativer und qualitativer Analyse resultierende Charakterisierung der Manager bildet die Basis für die Zusammenstellung eines Portfolios. Gewählt werden dabei hinsichtlich ihres Stils komplementäre Outperformer mit hoher (timing-adjustierter) CIR, die nach der qualitativen Prüfung als „sustainable“ eingestuft wird. Im Rahmen einer Portfolio-Optimierung sind nun – aufgrund der eingeschränkten Handelbarkeit einiger Risikofaktoren – die speziellen Vorstellungen hinsichtlich Ertrag und Risiko des Anlegers sowie sein bestehendes Portfolio zu berücksichtigen – und/oder es ist ihm ein diversifiziertes Portfolio anzubieten, in dem die nicht-handelbaren Risikofaktoren weitgehend durch Diversifikation eliminiert sind.

Dabei ist auch eine Balance zu finden zwischen Timing-Ability und Selektionsfähigkeit, die selten beide in ausreichendem Ausmaß gemeinsam auftreten. Timing-Ability kann als kostenlose Put-Option verstanden werden und schützt in schwierigen Marktphasen. Andererseits sind die Erträge aus Selektionsfähigkeit von Marktentwicklungen unabhängig. Eine Möglichkeit ist eine Kombination aus Managern mit guter, aber nicht negativer Timing-Fähigkeit, und Managern mit guter Timing-Fähigkeit, aber nicht negativer Selektionsfähigkeit. Verglichen mit einem Portfolio ausschließlich aus Managern mit guter Selektionsfähigkeit, aber ohne Timingfähigkeit, erhält man für den Preis eines etwas niedrigeren Selektionsertrages, der besonders in Seitwärtsbewegungen des Marktes wichtig ist, einen „eingebauten Risikopuffer“, der in schwierigen Marktphasen schützt.

- Ein möglicher Grund für das Abweichen von diesem Portfolio-Selektions-Prozeß: Verbreitet sind Asset-Liability-Modelle, die in der Regel aktives Management nicht berücksichtigen. Die Entscheidung dennoch aktive Manager zu selektieren ist dann meist eine politische. Um das Abweichen der ALM-Vorgaben gering zu halten, werden häufig Tracking-Error-Restriktionen etabliert. Grundsätzlich ermöglicht unser Standard-Auswahlprozeß, Gesamtportfolios mit einem („Markt“-)Beta nahe eins und guter Diversifikation der Stil-Exposures anbieten zu können, so daß weitgehende Konsistenz zwischen politischen Vorgaben und theoretisch fundierter Optimalität hergestellt werden kann. In Einzelfällen ist – etwa aufgrund von relativ zur Mandatsgröße hoher Mindestvolumina – dennoch eine Modifikation des Selektionsprozesses zur Berücksichtigung der individuellen Ziele notwendig (siehe H.C.M. Präsentation „Musterkunde“). Auch bei Tracking-Error-Restriktionen läßt sich die Vorteilhaftigkeit von Multimanager-Ansätzen belegen
- Sowohl im Rahmen des theoretisch fundierten Prozesses als auch im Rahmen von modifizierten Selektionen aufgrund politischer Entscheidungen berücksichtigen wir die Möglichkeit, individuelle Rendite-Risiko-Vergaben durch Kombination eines diversifizierten Multi-Managerportfolios mit passivem Investment sowie Investment in eine (approximativ) risikofreie Anlage (kurzlaufende Staatsanleihen US oder BRD) zu erreichen. Dies ist wiederum begründet durch den Modellrahmen von Markowitz, Tobin, Sharpe, Treynor und Black sowie in der Multifaktorversion von Connor und Korajczyk. Rendite-Risiko-Vorgaben, die auf den ersten Blick nicht vereinbar mit diesem Modellrahmen erscheinen, können oft transformiert werden um sich der Vereinbarkeit weiter anzunähern (siehe H.C.M. Präsentation „Musterkunde“). Historische Simulationen stellen eine Möglichkeit dar, um die Güte der dazu getroffenen Approximationen zu prüfen.
- Qualitative und quantitative Analyse erfolgen zur Erhöhung der Effizienz unseres Portfolio Selection Prozesses bereits in einem frühen Prozeßstadium parallel. Dies ist insbesondere deshalb möglich, da die von uns empfohlene Orientierung an der CIR und die Stilanalyse den Umgang mit Korrelationen enorm vereinfachen. Auch bei zusätzlichen Nebenbedingungen wie Tracking-Error-Restriktionen versuchen wir die Effizienz beizubehalten und die enge Verzahnung von quantitativen und qualitativen Auswahlritten nicht aufzugeben. Aus „Ex-Post-Optimierung“ resultieren Benchmarkportfolios, um zu prüfen, ob ein aufgrund einer Betrachtung aller bereits vorhandenen Analyseergebnisse empfohlenes Portfolio oder aber ein Portfolio aus bereits selektierten Managern, aus individueller Anlegersicht in der Vergangenheit zu den besten gehört hätte. Dies war bisher stets der Fall, was in der Prozeßsystematik begründet liegt. Dennoch wollen wir auf die durch diesen weitgehend automatisierten Schritt gewonnenen Informationen nicht verzichten.

---

<sup>5</sup> Die Fähigkeit, unterbewertete Wertpapiere zu identifizieren