

Systematische Vergabe von Spezialfondsmandaten

von Jochen M. Kleeberg / Christian Schlenger

1. Einleitung
2. Quantitativ gestützte Mandatsvergabe
3. Ganzheitliche Analyse der Kapitalanlagegesellschaften
4. Praktische Vorgehensweise bei der Mandatsvergabe
5. Schlußbetrachtung

1. Einleitung

Mit der Auflegung eines Wertpapierspezialfonds delegiert der Sponsor die Verantwortung für die Verwaltung der Mittel an eine Kapitalanlagegesellschaft. Das Anlageergebnis des Sponsors hängt damit auch wesentlich von der Professionalität und dem Engagement des Asset Managers ab. Aus diesem Grund bedarf die verantwortliche Vergabe eines Spezialfondsmandates einer entsprechenden Sorgfalt („Due Diligence“), zumal die Auswahlentscheidung zumeist langfristig wirkt.

Für den Sponsor ist zunächst das Verständnis dafür wichtig, daß die Auflegung von Spezialfonds und die damit verbundene Delegation der Anlageentscheidungen die institutionellen Anleger nicht von der Verantwortung für den Anlageerfolg der Mittel entbindet.¹ Vielmehr besteht eine klare Aufteilung der Kompetenzen und Verantwortlichkeiten, die sich wiederum in den Basiskomponenten des Anlageerfolges widerspiegelt.²

$$(1) \quad \text{Anlageerfolg} = \text{Markterfolg} + \text{Managementenerfolg} - \text{Transaktionskosten}$$

Der Markterfolg eines Spezialfonds bestimmt sich aus dem spezifischen Mandatsprofil, welches aus der Strategischen Asset Allocation des Anlegers abgeleitet und in Form einer Benchmark konkretisiert wird.³ Diese Komponente des Anlageerfolges entzieht sich der Einflußnahme der Kapitalanlagegesellschaft und unterliegt der alleinigen Verantwortung des Anlegers.

Der Managementenerfolg stellt dagegen die Leistungskomponente des aktiven Fondsmanagements dar. Er resultiert aus der Gesamtheit aller Anlageentscheidungen, deren Ergebnisse dem Anleger einen zusätzlichen Erfolgsbeitrag in Form einer außer-

¹ Vgl. zu diesem bedeutenden Punkt auch Surz (1990).

² Für unsere Betrachtung ist es zweckmäßig, den Anlageerfolg in Einklang mit internationalen Standards als die Periodenrendite des Spezialfonds nach Transaktionskosten, aber vor Abzug der Verwaltungsvergütung zu definieren. Dies bedeutet allerdings nicht, daß die Managementfees eine zu vernachlässigende Größe bei der Beurteilung von Spezialfonds und der Vergabe von Mandaten wären. Jeder aktive Asset Manager muß seine Managementhonorare durch entsprechende Managementleistung „verdienen“.

³ Die Vereinnahmung des Markterfolges ist mit Transaktionskosten für das passive Portfoliomanagement verbunden.

ordentlichen Rendite liefern sollen.⁴ Der Managementenerfolg unterliegt unmittelbar den Gestaltungsmöglichkeiten und somit auch der Verantwortung der Kapitalanlagegesellschaft.⁵

Zur objektivierten Beurteilung und strukturierten Auswahl der für ihre jeweiligen Anforderungen geeigneten Kapitalanlagegesellschaften benötigen Anleger und ihre Berater ein Gerüst von Kriterien und eine Vorstellung von den Bestimmungsgrößen des künftigen (Netto-) Managementenerfolges.⁶ Die Mandatsvergabe erfolgt dann an jene Kapitalanlagegesellschaften, deren Leistungsvermögen mit möglichst hoher Konfidenz im Vergleich zur Benchmark überdurchschnittliche Anlageergebnisse in der Zukunft erwarten läßt. Dieses Ziel ist sehr anspruchsvoll, da sich die Benchmarks der meisten Spezialfonds-Mandate auf hocheffiziente Märkte beziehen.⁷ Hinzu kommt, daß das kapitalisierungsgewichtete Anlageergebnis aller Investoren in einer Welt ohne Transaktionskosten und Managementgebühren dem Markterfolg (bzw. dem Aggregat aller Benchmarks) entspricht.⁸ In der Realität sind mit der Verwaltung aktiver Spezialfondsmandate dagegen (zusätzliche) Transaktionskosten und Managementgebühren verbunden, die in der Benchmark bzw. bei passiver Umsetzung nicht anfallen. Aufgrund dieses a-priori Kostennachteils ist die gewogene erwartete Rendite aller aktiv verwalteten Mandate im Mittel tatsächlich negativ.

⁴ Die außerordentliche Rendite eines Portfolios P ist definiert als $\phi_p = \alpha_p + (\beta_p - 1) \cdot \Delta R_b$; sie setzt sich einerseits aus der Selektionsrendite ($\alpha_p = \text{Alpha}$) und andererseits aus der Markttiming-Komponente $(\beta_p - 1) \cdot \Delta R_b$ zusammen. Dabei bezeichnet ΔR_b den Teil der Benchmark-Überschußrendite, der über die vom Markt erwartete langfristige Risikoprämie der Benchmark (z.B. 5% p.a.) hinaus erzielt wird. Vgl. dazu ausführlich Grinold/Kahn (2000), S. 90-93 sowie Kleeberg/Schlenger (1998), S. 569-570.

⁵ Aufgrund des Commodity-Charakters der Markt Komponente (passive Spezialfonds-Mandate) erfolgt die Differenzierung der im Wettbewerb stehenden Kapitalanlagegesellschaften primär über den (Netto-) Managementenerfolg und die darauf einwirkenden Faktoren.

⁶ Wir definieren den Netto-Managementenerfolg als den Managementenerfolg abzüglich der für das aktive Management aufgewendeten - und über das passive Management hinausgehenden - zusätzlichen Transaktionskosten. Der Netto-Managementenerfolg ist die für die Mandatsvergabe maßgebliche Größe.

⁷ Vgl. zum Zusammenhang zwischen Markteffizienz und Managerauswahl auch Gould (1990).

⁸ Das aktive Portfoliomanagement ist insgesamt ein Nullsummenspiel, vgl. Ambachtsheer (1995), S. 145 und Snigaroff (2000). Vgl. zur „Arithmetik des aktiven Portfoliomanagements“ auch Sharpe (1991).

Gleichwohl hat jeder einzelne aktive Manager ex ante den Anspruch, seine Benchmark langfristig und systematisch zu schlagen; andernfalls würde er die ihm anvertrauten Mittel nicht aktiv, sondern passiv (Anlageerfolg = Markterfolg – Transaktionskosten) investieren. Diese für den einzelnen Portfoliomanager begründete Erwartungshaltung ist im Durchschnitt überzogen und führt deshalb bei den Anlegern ex post im Mittel zu Enttäuschungen.

Dies macht die Auswahlentscheidung für eine bestimmte Kapitalanlagegesellschaft zu einer schwierigen und anspruchsvollen Aufgabe, die hohe Anforderungen an die Sachkenntnis der Entscheidungsträger stellt. Nicht zuletzt aus diesem Grund ist es bei institutionellen Anlegern in den USA seit Jahren gängige Praxis, den Prozeß der Managerauswahl durch den Rat spezialisierter Beratungsunternehmen (sog. Consultants) abzusichern.⁹

Unsere nachfolgenden Ausführungen beziehen sich auf die Allokation aktiv gemanagter Wertpapierspezialfonds. Die Darstellung der konkreten Vorgehensweise bei der systematischen Mandatsvergabe stützt sich nicht zuletzt auf die praktischen Erfahrungen, die wir im Rahmen unserer Beratungstätigkeit für institutionelle Kunden gewonnen haben.¹⁰

2. Quantitativ gestützte Mandatsvergabe

In der Praxis richten viele institutionelle Anleger ihr Augenmerk bei der Beurteilung ihrer bestehenden Spezialfondsmandate primär auf die in der Vergangenheit im Vergleich zu der jeweiligen Benchmark oder Peer Group erzielten Anlageergebnisse. Zugleich stellen die historischen Performanceergebnisse für viele Sponsoren im Rahmen der Wiederanlage der Ausschüttungen eine gewichtige Entscheidungsgrundlage dar. Dies gibt Anlaß zu der Hypothese, daß der „Track Record“ ein wesentlicher Be-

⁹ Unwin (1989), S. 53: „... manager selection has evolved to a relatively sophisticated blend of art and science.“ Die erfolgreiche Managersuche „... requires a priori beliefs about the characteristics of successful investment management firms and a sound manager search strategy.“ Ambachtsheer (1995), S. 142. Siehe auch unseren Beitrag „Die Rolle von Consultants im Rahmen der Spezialfondsanlage“ in diesem Handbuch.

¹⁰ Vgl. zum Procedere in der Praxis auch Narat (1998). In der Literatur wird der Themenbereich Managersuche und Mandatsvergabe kaum explizit behandelt. Verwiesen sei allerdings auf Davenport (1990).

stimmungsfaktor bzw. zumindest ein zuverlässiger Indikator für den in Zukunft zu erwartenden Managementenerfolg von Spezialfonds ist.

Bei kritischer Analyse des Aussagegehaltes historischer Performancezahlen kommt man jedoch zu dem Ergebnis, daß deren Nutzen in bezug auf zukunftsgerichtete Entscheidungen nur sehr gering ist. Der eigentliche Grund für die Popularität des „Track Records“ als Entscheidungskriterium liegt vermutlich in der Quantifizierbarkeit und der damit verbundenen (scheinbaren) Objektivität begründet. Der „Charme“ historischer Performancestatistiken und Charts ist jedoch trügerisch, weil der (Netto-) Managementenerfolg eines aktiv gemanagten Spezialfonds eine Funktion der Expertise der Kapitalanlagegesellschaft (Werthaltigkeit des Anlageprozesses) und von Zufallseinflüssen ist:¹¹

(2) (Netto-) Managementenerfolg = f (Expertise der KAG, Zufallseffekte)

Aufgrund der unvermeidlichen Präsenz von Zufallseinflüssen (Noise-Effekte) ist die zuverlässige Identifikation einer nachhaltig positiven außerordentlichen (Netto-) Rendite als Ergebnis besonderer Expertise äußerst schwierig. Die im Vergleich zur Benchmark erzielte außerordentliche Rendite eines Portfolios läßt sich grundsätzlich mit Hilfe eines statistischen Signifikanztests beurteilen. Sofern sich mit einer Wahrscheinlichkeit von mindestens 95% ausschließen läßt, daß das Anlageergebnis nur auf Zufallseffekten und nicht auf Expertise beruht, wird von statistischer Signifikanz gesprochen.¹²

Für den Nachweis der statistischen Signifikanz sind in der Praxis allerdings lange Zeiträume erforderlich. Beispielsweise dauert es ca. 16 Jahre, bis ein guter Portfoliomanager sein Leistungsvermögen statistisch signifikant unter Beweis stellt.¹³ Für eine

¹¹ Wir unterstellen hier, daß die Größe einer Kapitalanlagegesellschaft keine maßgebliche Einflußgröße des Managementenerfolges darstellt. Für eine analytische Behandlung des möglichen Zusammenhangs zwischen den Assets under Management (bzw. dem „Asset Leverage“) eines Asset Managers und der (potentiellen) Nettowertschöpfung für die Anleger vgl. Perold/Salomon (1991).

¹² Es sei darauf hingewiesen, daß die außerordentliche Rendite auch bei fehlender *statistischer* Signifikanz für den einzelnen Anleger in bezug auf seine Ziele durchaus *ökonomisch* signifikant sein kann.

¹³ Ein „guter Portfoliomanager“ wird in der Literatur mit einer langfristig realisierbaren Information Ratio (Verhältnis von annualisierter außerordentlicher Rendite zu Tracking Error p.a.) von 0,5 gleichgesetzt. Siehe dazu Grinold/Kahn (2000), S. 122-124. Die statistische Signifikanz wird anhand des sog. t-Wertes überprüft, der wie folgt ermittelt wird: $t\text{-Wert} \approx \text{Information Ratio} \cdot \sqrt{\text{Jahre}}$. Da das

primär auf die historische Performance gestützte Managerauswahl hat dies die Konsequenz, daß sehr lange Renditezeitreihen benötigt werden, die allerdings für Spezialfonds nur sehr selten verfügbar sind. Zusätzlich besteht das Problem, daß der Investmentprozeß bei vielen Kapitalanlagegesellschaften in den neunziger Jahren im Zuge der europäischen Integration einschneidenden Veränderungen unterworfen war. Vor diesem Hintergrund erscheint der praktische Nutzen empirischer Renditezeitreihen im Rahmen der Managerauswahl von vornherein begrenzt.

Diese Erkenntnis wird durch eine Arbeit von Kahn/Rudd bestätigt, die die intertemporale Stabilität der Performance von 300 aktiv gemanagten US-Aktien-Publikumsfonds und 195 US-Renten-Publikumsfonds empirisch untersuchen.¹⁴ Dazu teilen Sie den Untersuchungszeitraum in zwei gleich lange Teilperioden ein und überprüfen, inwieweit die Fonds mit einer überdurchschnittlichen Rendite in der ersten Teilperiode (Gewinner) auch in der zweiten Teilperiode zu den Gewinnern zählen.¹⁵ Für die Aktienfonds wird keine zeitliche Stabilität der Performance beobachtet. Für die Rentenfonds stellen sie dagegen fest, daß 62,9% der Gewinner in der ersten Teilperiode auch in der zweiten Teilperiode zu den Gewinnern zählen und im Mittel eine positive Selektionsrendite von 0,64% erzielen.¹⁶ Ökonomisch läßt sich diese zeitliche Konstanz allerdings nicht nutzen, da die verbleibenden 37,1% der Gewinner der ersten Teilperiode in der zweiten Teilperiode im Mittel eine negative Selektionsrendite in Höhe von 3,13% hinnehmen müssen. Das Fazit von Kahn/Rudd lautet deshalb: "Only with information beyond historical performance statistics should investors choose active managers."¹⁷

Anlageergebnis ab einem t-Wert von rund 2 mit einer Wahrscheinlichkeit von 95% statistisch signifikant ist, dauert es etwa 16 Jahre, bis ein guter Portfoliomanager seine Expertise im aktivem Management unter Beweis stellt. Vgl. zu dieser Problematik auch Beckers (1997). Die Information Ratio eines aktiven Asset Managers unterliegt grundsätzlich dem sog. Fundamentalgesetz des aktiven Managements, das anschaulich und praxisnah in Thomas (2000) diskutiert wird.

¹⁴ Vgl. Kahn/Rudd (1995), S. 43–52. Für den deutschen Markt ist von Wittrock (2000) eine empirische Untersuchung auf der Grundlage von Publikumsfonds durchgeführt worden. Die Ergebnisse und die daraus gezogenen Schlußfolgerungen sind denen von Kahn/Rudd vergleichbar.

¹⁵ Die Untersuchungsperiode für die Aktienfonds (Rentenfonds) sind die Jahre 1988–1993 (1990–1993).

¹⁶ Als Selektionsrendite definieren Rudd/Kahn denjenigen Teil der Fondsrendite, der nach der Bereinigung um Stileffekte bei Aktien bzw. Renten verbleibt.

¹⁷ Kahn/Rudd (1995), S. 51.

Ein weiteres Problem bei der quantitativ gestützten Mandatsvergabe besteht in dem häufig selektiven Ausweis der Performance in bezug auf das jeweilige Mandatsprofil und der gewählten Zeitperiode (sog. „Cherry Picking“). Um überhaupt einen Rückschluß auf die Expertise der KAG ziehen zu können, ist die Kenntnis der Performance sämtlicher Mandate mit dem gleichen Anlageschwerpunkt über einen einheitlich festgelegten Zeitraum (z.B. 5 Jahre) zwingend erforderlich. Aus diesem Grund sind zu Beginn des Jahres 1999 von der DVFA die Performance Presentation Standards (PPS) in Deutschland eingeführt worden.¹⁸ Die Standards verlangen einen fairen Ausweis der Anlageergebnisse über einen festen Zeitraum für eine bestimmte Klasse von weitgehend homogenen Mandaten (sog. Composites). Solange eine Kapitalanlagegesellschaft die PPS (noch) nicht umgesetzt hat, kann man auch auf der Grundlage langer empirischer Zeitreihen letztlich keine verlässliche Beurteilung ihrer Leistungsfähigkeit erreichen.

Gegen eine (überwiegend) quantitativ gestützte Mandatsvergabe spricht darüber hinaus die damit einhergehende Diskriminierung und Ausgrenzung neugegründeter Kapitalanlagegesellschaften. Der Aufbau solcher zusätzlicher Markteintrittsbarrieren kann nicht im globalen Interesse der institutionellen Anleger sein, da es nicht zuletzt der Wettbewerb der Anbieter ist, der das Ringen um gute Anlageergebnisse immer wieder stimuliert.

3. Ganzheitliche Analyse der Kapitalanlagegesellschaften

Die Beurteilung der KAGen beginnt mit der differenzierten und entscheidungsorientierten Analyse der Bestimmungsfaktoren des (Netto-) Managementenerfolges von aktiv gemanagten Spezialfonds. Dabei gilt es, die wesentlichen Kernfaktoren zu identifizieren, die potentiellen Einfluß auf die Performance von Spezialfonds haben.¹⁹ In der Praxis der KAG-Analyse hat sich eine Fokussierung auf vier Erfolgsfaktoren bewährt, die in Abbildung 1 als Pyramide aufgeführt sind (sog. „4P-Ansatz“).

¹⁸ Siehe dazu die Beiträge von Sahn/von Tiling sowie Wittrock in diesem Handbuch.

¹⁹ Man kann diesen Ansatz zur Managerauswahl – in Abgrenzung zum traditionellen quantitativ gestützten (induktiven) Ansatz – auch als deduktiv bezeichnen. Vgl. zu dieser begrifflichen und inhaltlichen Unterscheidung Ambachtsheer (1995), S. 143-146.

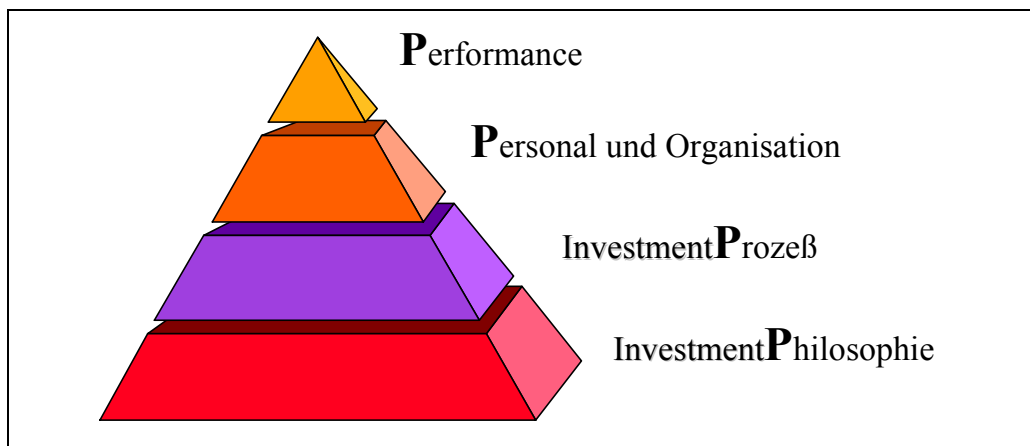


Abbildung 1: Pyramide der Erfolgskriterien zur Analyse von Kapitalanlagegesellschaften

Das einfache Aufzählen der Bestimmungsfaktoren ist keinesfalls hinreichend. Die eigentliche Analyseleistung besteht darin, die Faktoren durch die Definition der Einzelkriterien zu präzisieren und anschließend bezüglich ihrer relativen Bedeutung für den künftigen Managementenerfolg zu gewichten. Daraus ergibt sich ein Beurteilungsraster, mit dessen Hilfe sich Entscheidungsprobleme der Praxis strukturieren und erfolgreich bewältigen lassen.

Investmentphilosophie

Das Bekenntnis zu einer „Investmentphilosophie“ gehört seit langem wie selbstverständlich zum Marktauftritt von Asset Managern.²⁰ Gleichwohl bleiben die damit verbundenen Inhalte und Aussagen häufig diffus. Tatsächlich ist die Investmentphilosophie ein wesentlicher Bestandteil der Corporate Identity, der im Idealfall wichtige Signale an die Anlegerseite sendet. Kapitalanlagegesellschaften sollten die dezidierte Formulierung einer Investmentphilosophie als Chance begreifen, das eigene Profil und die Leistungserbringung zu reflektieren und aktiv zu kommunizieren.

Wir definieren die Investmentphilosophie als die Gesamtheit aller Investmentprinzipien einer Kapitalanlagegesellschaft. Darin spiegeln sich einerseits Überzeugungen hinsichtlich der Funktionsweise und Effizienz von Märkten wider, andererseits werden darin zentrale Annahmen bezüglich der eigenen komparativen Informations- und

²⁰ Vgl. dazu auch Peterson (1979).

Analysevorteile im Markt getroffen. Daraus leiten sich die grundlegenden Strategien und Methoden für das Asset Management ab, die im Investmentprozeß ihren Niederschlag finden.

Eine Investmentphilosophie könnte zusammengefaßt etwa wie folgt lauten: „Wir sind davon überzeugt, durch eine sorgfältige Fundamentalanalyse temporäre Fehlbewertungen von Aktien und Kreditrisiken identifizieren zu können. Gleichwohl trauen wir uns nicht zu, die zukünftige Entwicklung von Renten- und Aktienmärkten sowie von Währungen zu prognostizieren. Aus diesem Grund steuern wir unsere aktiv gemanagten Portfolios grundsätzlich markt- und währungsneutral zur Benchmark. Nachhaltige Zusatzerträge sollen durch die gezielte Über- bzw. Untergewichtung einzelner Aktien bzw. von (Unternehmens-)Anleihen generiert werden.“

Es gibt keine richtige oder falsche bzw. keine gute oder schlechte Investmentphilosophie. Wichtig ist allerdings, daß die Kapitalanlagegesellschaft über eine in sich nachvollziehbare, glaubwürdige und dauerhaft angelegte Investmentphilosophie verfügt, mit der sie sich selbst vollständig identifiziert.²¹ Dies ist letztlich auch die Voraussetzung für einen überzeugenden Dialog mit den bestehenden und potentiellen Kunden. Die Investmentphilosophie darf kein bloßes – an Marketingkalkülen ausgerichtetes – Lippenbekenntnis sein, vielmehr muß sie sich an der Realität messen lassen. Als „Fels in der Brandung der Märkte“ schützt sie den Asset Manager und dessen Kunden vor Opportunismus und unstetem Handeln.

Investmentprozeß

Der Investmentprozeß bildet das Herzstück der Leistungserstellung einer Kapitalanlagegesellschaft, weshalb ihm mit Blick auf den potentiellen Managementenerfolg besondere Aufmerksamkeit zukommen sollte. In der Ausgestaltung und Funktionsweise des Investmentprozesses kommen die spezifische Kompetenz und Vorgehensweise der Organisation in bezug auf eine bestimmte Assetklasse zum Ausdruck.²²

²¹ Die Investmentphilosophie muß nicht für alle Zeiten festgeschrieben werden. Vielmehr kann sie im Zeitablauf evolutionären Anpassungen an veränderte Rahmenbedingungen unterliegen.

²² Die Investmentprozesse für Aktien, Renten und Gemischte Mandate können sich unterscheiden und sollten getrennt betrachtet werden.

Zur Analyse und Beurteilung des Investmentprozesses einer Kapitalanlagegesellschaft bietet es sich an, die in Abbildung 2 als Wertekette eingezeichneten Prozeßstufen zu unterscheiden. Der Investmentprozeß knüpft unmittelbar an die Investmentphilosophie an und reicht vom Research (Prognosebildung) über das eigentliche Fondsmanagement (Portfoliobildung) mit seinen Teilfunktionen bis hin zum Investment-Controlling. Die Prozeßstufen müssen stringent definiert und an den Schnittstellen konsistent miteinander verknüpft sein.²³

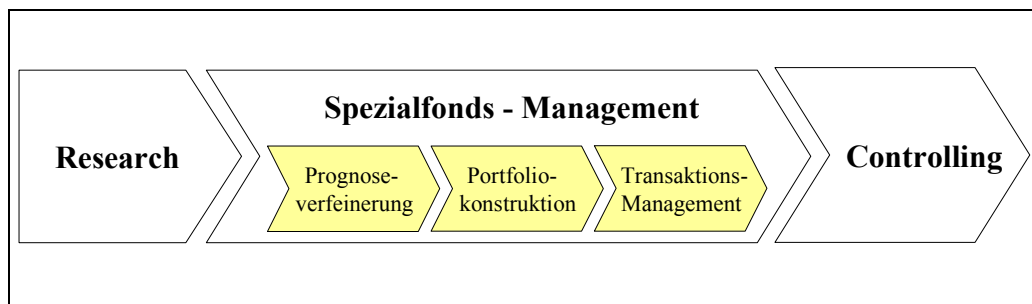


Abbildung 2: Wertekette des Investmentprozesses

Das **Research** stellt den kreativen Teil des Investmentprozesses dar, wobei verschiedene Ansätze möglich sind (fundamental, statistisch, technisch etc.). Das Ziel besteht in jedem Fall darin, aus den verfügbaren Informationen sog. Alphasignale als Inputs für das aktive Fondsmanagement abzuleiten.²⁴ Voraussetzung für die Generierung von werthaltigen Alphasignalen sind grundsätzlich relative Informations- und Analyse-vorteile gegenüber anderen Marktteilnehmern. Je höher die Informationseffizienz eines Marktsegmentes ist, umso schwieriger ist es, diese Voraussetzung zu erfüllen.

Die Verfügbarkeit werthaltiger Prognosen ist für den (Netto-) Managementenerfolg im aktiven Spezialfonds-Management notwendig, für sich genommen aber noch nicht hinreichend. In den weiteren Prozeßschritten müssen die Rohprognosen unter Beachtung des Investmentrisikos und der Anlagerestriktionen in reale Portfoliostrukturen

²³ Zur Analyse und Gestaltung des Investmentprozesses als Wertschöpfungskette (value chain) lassen sich auch die Managementprinzipien von Porter (1985) heranziehen, vgl. dazu Allen/Coggin (1997), S. 35-44.

²⁴ Alphasignale sind Ausdruck von Fehlbewertungen einzelner Titel oder Märkte relativ zur jeweiligen Benchmark. Der Prozeß der systematischen Alphagenerierung wird ausführlich in Schlenger (1998), S. 357-468 behandelt.

übersetzt werden. Wichtige Teilfunktionen sind dabei die Prognoseverfeinerung, die Portfoliokonstruktion und das Transaktionsmanagement.

Im Rahmen der **Prognoseverfeinerung** werden die Rohprognosen so aufbereitet, daß sie als Alphaprognosen in die Konstruktion der Modellportfolios übergeleitet werden können.²⁵ Dieser Zwischenschritt ist von besonderer Bedeutung, da ansonsten die Gefahr inkonsistenter Portfoliostrukturen besteht. Bei der anschließenden **Portfolio-konstruktion** werden die vorliegenden Alpha- und Risikoprognosen zunächst in Modellportfolios umgesetzt. Dazu kommen in der Praxis verschiedene Optimierungsverfahren zum Einsatz, die seitens des Anwenders ein fundiertes Verständnis für die jeweiligen Möglichkeiten und Probleme voraussetzen.

Das **Transaktionsmanagement** umfaßt alle Maßnahmen zur realen Implementierung der Modellportfolios in den Spezialfonds der Kunden.²⁶ Dabei kommt es auf eine möglichst effiziente Durchführung der erforderlichen Transaktionen am Markt an.²⁷ Da die Transaktionskosten gemäß Gleichung (1) unmittelbar negativ auf den Anlageerfolg eines Spezialfonds durchschlagen, muß ihnen gerade im aktiven Management besondere Aufmerksamkeit zukommen.²⁸

Die Gesamthöhe der Transaktionskosten wird einerseits durch das Mengengerüst (Portfolioumschlag) und andererseits durch das Wertgerüst (Transaktionskostensatz) bestimmt:

$$(3) \quad \text{Transaktionskosten} = \text{Transaktionsintensität} * \text{Transaktionskostensatz}$$

Das Mengengerüst hängt insbesondere von der Anzahl neuer transaktionsauslösender Prognosen während der betrachteten Zeitperiode ab. Der aktive Portfoliomanager paßt sein Portfolio auf der Basis neuer Kauf- und Verkaufssignale laufend an, um einen Zusatzertrag im Vergleich zur Benchmark zu erzielen. In einer fiktiven Welt ohne Transaktionskosten wäre es für ihn optimal, sämtliche Prognosen sofort und vollständig in das Portfolio zu übersetzen. In der Realität führt jedoch jede Transaktion zu

²⁵ Vgl. zu den Details der Prognoseverfeinerung Kleeberg/Schlenger (1998).

²⁶ Siehe dazu insbesondere den Beitrag von Bund/Hörich in diesem Handbuch.

²⁷ Die Einrichtung eines separaten Trading-desks kann die Transaktionseffizienz deutlich erhöhen und die wesentliche Anforderung der „Best Execution“ gewährleisten.

²⁸ Vgl. dazu den guten Überblick in Bayer/Bayer (1998).

entsprechenden Kosten, die c.p. einen sicher feststehenden Performancenachteil bewirken. Dagegen sind die transaktionsauslösenden Renditeprognosen mit einer hohen Prognoseunsicherheit behaftet. In der Praxis sollten daher nur solche Transaktionen durchgeführt werden, deren marginaler Beitrag zur aktiven Wertschöpfung die Höhe des Transaktionskostensatzes übersteigt.²⁹

Das Wertgerüst der Transaktionskosten ist zum einen von dem gewählten Transaktionskanal (Broker, Börse) und zum anderen von den eingesetzten Instrumenten (v.a. Kassainstrumente versus Derivate) abhängig. Eine konsequente Ausführung aller Wertpapierorders nach dem „Best Execution-Prinzip“ wahrt die Interessen des Sponsors. Im Gegensatz dazu steht die in Deutschland noch immer verbreitete Quersubventionierung der im internationalen Vergleich niedrigen Verwaltungsvergütung durch eine Verrechnung zu hoher Transaktionskosten. Die KAG ist unter diesen Bedingungen einem Agency-Konflikt ausgesetzt, da sie aufgrund betriebswirtschaftlicher Kalküle auch ohne entsprechende Prognosesignale faktisch gezwungen ist, Transaktionen auszuführen und auf diese Weise Erträge zu generieren. Durch derart motivierte Transaktionen wird eine systematische Verringerung der Wertschöpfung zu Lasten des Sponsors in Kauf genommen. Wir gehen davon aus, daß in Zukunft immer mehr Sponsoren diese Praxis ablehnen und von den beauftragten Kapitalanlagegesellschaften Kostentransparenz einfordern werden.

Das **Investment-Controlling** dient der permanenten Qualitätssicherung des gesamten Investmentprozesses. Die Rückkopplung auf die vorgeschalteten Prozeßstufen bietet der Kapitalanlagegesellschaft die Möglichkeit zur systematischen Schwachstellenanalyse. Im einzelnen lassen sich die folgenden Dimensionen des Investment-Controllings unterscheiden: Prognose-Controlling zur Validierung der Prognosegüte, Portfolio-Controlling mit Risikoanalyse, Transaktions-Controlling zur Sicherstellung der Transaktions-Effizienz, schließlich das Performance-Controlling mit Ergebnismessung und Ergebnisattribution (Quellen des Managementenerfolges). Die Controlling-Funktionen sollten weniger retrospektiv als vielmehr gestaltungs- bzw. entscheidungsorientiert eingerichtet sein und zur Prozeßoptimierung genutzt werden.

²⁹ Der marginale Beitrag zur aktiven Wertschöpfung zeigt an, wie sich der Portfolionutzen in bezug auf eine geringfügige Erhöhung des Portfoliogewichtes eines Assets verändert. Für eine nähere Erläuterung dieses Zusammenhangs siehe Grinold/Kahn (2000), S. 389-392.

Unabhängig von der Ausgestaltung im Einzelfall sollte das Profil eines tragfähigen und erfolgsorientierten Investmentprozesses durch drei Basis-Eigenschaften gekennzeichnet sein:

1. **Regelgebundenheit**, d.h. die Definition und Einhaltung grundlegender Regularien und Strukturelemente, was auch als Investmentdisziplin bezeichnet wird. Damit soll eine den Prozeß konterkarierende ad-hoc-Einflußnahme oder das „Einschleifen“ dem Prozeß zuwiderlaufender Verhaltensweisen unterbunden werden. Dies bedeutet freilich nicht, daß das Vorgehen bei der Portfoliobildung streng mechanistisch ablaufen muß – auch ein regelgebundener Investmentprozeß läßt den Fondsmanagern Gestaltungsfreiräume innerhalb bestimmter Grenzen.
2. **Wiederholbarkeit**, d.h. die Möglichkeit und Fähigkeit zur Replizierung des Prozesses unter veränderten Umweltbedingungen. So muß der Prozeß z.B. auch nach einschneidenden personellen Veränderungen weiterhin umgesetzt werden können.
3. **Dauerhaftigkeit**, d.h. der „strategische“ Charakter des Investmentprozesses. Häufige Anpassungen des Prozesses führen zu internen Reibungsverlusten und ziehen negative Effekte in der Außenwirkung auf (potentielle) Spezialfondskunden nach sich. Es gibt jedoch Anlässe, die Anpassungen des Investmentprozesses erforderlich machen. Als Beispiel läßt sich die Umstellung des Aktienprozesses von einem Länderansatz auf einen Branchen- oder Matrixansatz im Zuge der europäischen Integration anführen.

Die externe Beurteilung des Investmentprozesses ist eine anspruchsvolle und zeitaufwendige Aufgabe. Für einen ersten Eindruck kann man sich jedoch mit einer einfachen, aber nützlichen „Daumenregel“ (Mindestanforderung) behelfen: Demnach müssen die ansonsten identischen Spezialfonds verschiedener Kunden bei einer Kapitalanlagegesellschaft dieselbe Performance erzielen, wenn der dahinterstehende Prozeß im Kern funktionsfähig ist.³⁰

³⁰ Sofern sich die betrachteten Portfolios in bezug auf die Tracking Error-Vorgabe unterscheiden, sollten die Information Ratios der Mandate eine vergleichbare Größenordnung aufweisen.

Personal und Organisation

Die Investmentphilosophie und der Investmentprozeß müssen im praktischen Spezialfonds-Management mit Leben gefüllt werden. Dazu gilt es, die entsprechenden organisatorischen und personellen Rahmenbedingungen zu schaffen. Das mit Leitungs- und Prozeßfunktionen betraute Personal aller Hierarchieebenen muß sich in den Gesamtprozeß einer Kapitalanlagegesellschaft einfügen. Dies gilt einerseits auf fachlicher Ebene (Qualifikation und Erfahrung), um den speziellen Anforderungen gerecht zu werden, andererseits aber auch hinsichtlich der Identifikation mit den Prinzipien (Investmentphilosophie) und dem Handeln der Gesellschaft.

Die Herausforderung besteht darin, ein funktionierendes Team von motivierten Individualisten zu bilden, die in erster Linie auf den Anlageerfolg der Spezialfonds-Kunden fokussiert sind. Die Personalführung muß darauf ausgerichtet sein, einerseits die Kreativität und die individuelle Entfaltung der Mitarbeiter zu unterstützen, diese aber andererseits in geregelte Bahnen zu lenken. Der Managementenerfolg der Fonds sollte das Ergebnis koordinierter Teamarbeit sein und nicht von einzelnen „Star-Managern“ dominiert werden, da ein Team aus einer Vielzahl erfahrener Spezialisten gegenüber einem „Einzelkämpfer“ Wettbewerbsvorteile besitzt.³¹ Die Motivation der Teammitglieder läßt sich dabei durch die Abstimmung von Kompetenz und Verantwortung in Verbindung mit adäquaten ergebnisabhängigen Anreizsystemen fördern.³²

Die personelle Fluktuation bei Kapitalanlagegesellschaften ist zu einem gewissen Grad unvermeidlich. Sie kann sich sogar positiv auf den Managementenerfolg der Spezialfonds auswirken, wenn auf diese Weise neue Ideen und Methoden zur Verbesserung des Anlageprozesses importiert werden. Dagegen deutet ein überdurchschnittlicher Personalumschlag auf Defizite im Prozeß und in der internen Kommunikation hin. Allzu häufige Wechsel in wichtigen Positionen haben zumeist negativen Einfluß auf die Kontinuität und Funktion des Investmentprozesses und damit auf den Managementenerfolg. Darüber hinaus führen sie häufig zu Irritationen und Unzufriedenheit auf der Kundenseite.

Die Organisation der Kapitalanlagegesellschaft muß sich an den Erfordernissen des Anlageprozesses ausrichten. Um die notwendige Konsistenz zu gewährleisten, muß

³¹ „The ‚star‘ is the system rather than the individual.“ Allen/Coggin (1997), S. 43.

³² Zur leistungsorientierten Entlohnung von Portfoliomanagern vgl. insbesondere Raulin (1996).

der Gesamtprozeß zentral gesteuert und überwacht werden. Gleichzeitig sollten die Entscheidungen im Interesse kurzer und flexibler Entscheidungswege soweit wie möglich dezentral fallen (flache Hierarchien in der Aufbauorganisation). Was die Anzahl der je Fondsmanager betreuten Spezialfonds anbelangt, so ist die Toleranzgrenze vom Profil und von der Homogenität der Mandate abhängig.

Schließlich sollte die Infrastruktur der Kapitalanlagegesellschaft so gestaltet sein, daß sich die Entscheidungsträger voll auf ihre originären Aufgaben konzentrieren und einen optimalen Beitrag zum Managementenerfolg leisten können. Dies bezieht sich sowohl auf die technischen Ressourcen (Hardware, Software) wie auch auf die weitgehende Entlastung von Routinen (z.B. Backoffice) oder Drittaufgaben (z.B. Trading).

Performance

Aufgrund der mit historischen Performancezahlen verbundenen gravierenden Probleme kommt dem Track Record im Rahmen der Vergabe von Spezialfondsmandaten nur eine nachrangige Bedeutung zu. Die historische Performance kann jedoch als Zusatzinformation und bestätigender Faktor die Gesamtbeurteilung einer Kapitalanlagegesellschaft abrunden. Dies setzt allerdings voraus, daß die KAG die Performance Presentation Standards (PPS) bereits umgesetzt hat.

Die Bestimmungsfaktoren des Managementenerfolges aktiv gemanagter Spezialfonds lassen sich anhand des „4P-Ansatzes“ operationalisieren. Auf diese Weise wird es möglich, die abstrakte Dienstleistung „Spezialfondsmanagement“ einer systematischen Beurteilung zugänglich zu machen. Eine rein schematische Vorgehensweise kann es dabei jedoch nicht geben, weil sich das Urteil über die wichtigsten Erfolgsfaktoren – Investmentphilosophie, Investmentprozeß, Personal und Organisation - selbst mit ausgeklügelten Scoring-Verfahren nie vollständig objektivieren läßt.³³

³³ In der Praxis spielen bei der Beurteilung einer KAG darüber hinaus auch Überlegungen z.B. in bezug auf den Kunden-Service, die Kommunikation inkl. Reporting oder auch die subjektiv wahrgenommene Kompetenz der Ansprechpartner eine Rolle.

4. Praktische Vorgehensweise bei der Mandatsvergabe

Die zielgerichtete Suche nach einer Kapitalanlagegesellschaft zwecks Auflegung eines aktiv gemanagten Spezialfonds erfordert zunächst eine klare Definition des betreffenden Mandates im Hinblick auf die wichtigsten Stellgrößen wie z.B. die Benchmark, die Grundausrichtung des Investmentansatzes (z.B. quantitativ vs. fundamental, bottom up vs. top down), die Anlagerestriktionen, die Zielvorgaben bezüglich des Tracking Errors und des Turnovers sowie die Reportinganforderungen. Ein solches Anforderungsprofil ist die Voraussetzung und Basis für die Durchführung eines strukturierten Managerauswahl-Verfahrens. Das Ziel besteht darin, Kapitalanlagegesellschaften zu identifizieren, deren Leistungsvermögen mit hoher Wahrscheinlichkeit nachhaltig überdurchschnittliche Anlageergebnisse für das spezifische Mandatsprofil erwarten läßt.

Die praktische Vorgehensweise bei der Mandatsvergabe gliedert sich bei Begleitung durch einen Asset Management Consultant typischerweise in drei Stufen, die in der Abbildung 3 schematisch zusammengefaßt sind und nachfolgend kurz beschrieben werden.³⁴

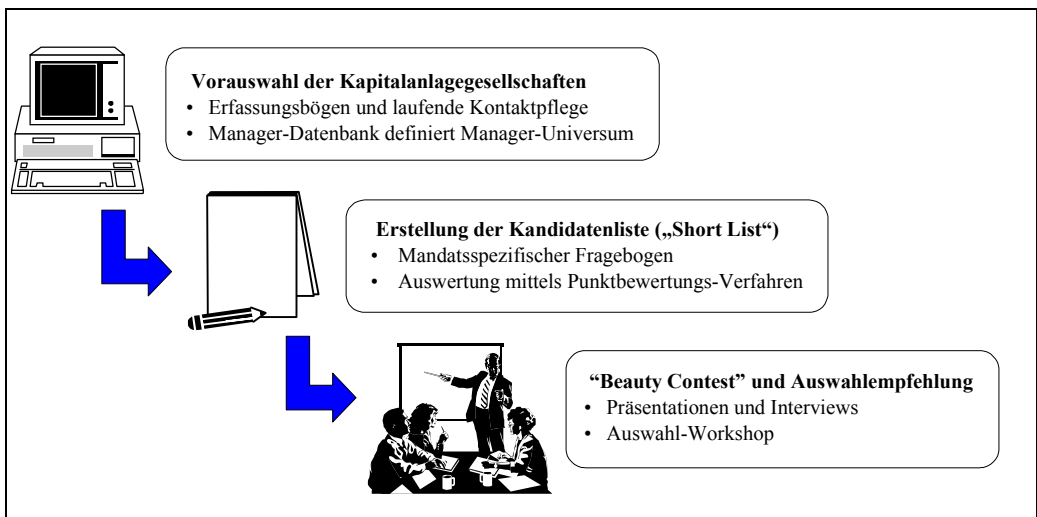


Abbildung 3: Vorgehensweise bei der Mandatsvergabe

³⁴ Siehe zum Ablauf einer durch einen Consultant geführten Managersuche auch Unwin (1989), S. 54-56.

Vorauswahl der Kapitalanlagegesellschaften

Die Vorauswahl der für ein spezielles Mandat grundsätzlich in Frage kommenden Kapitalanlagegesellschaften erfordert einen vollständigen und detailgenauen Marktüberblick sowie eine fundierte Einschätzung der individuellen Stärken-Schwächenprofile der verschiedenen Asset Manager. Der sorgfältige Aufbau einer solchen Informationsbasis setzt den Einsatz erheblicher interner Ressourcen auf der Seite des Consultants voraus. Ausgangspunkt ist die Konzeption eines umfassenden Erfassungsbogens, der gezielte Fragen in bezug auf die in Kapitel 3 diskutierten Leistungsmerkmale an die KAGen richtet. Die Antworten werden durch persönliche Gespräche mit den Entscheidungsträgern (Geschäftsführung, Portfoliomanagement, Research) vertieft und abgerundet. Die daraus abgeleiteten Informationen werden systematisch in einer Manager-Datenbank aufbereitet und regelmäßig aktualisiert.³⁵ Auf dieser Grundlage läßt sich eine zielgerichtete Vorauswahl (sog. „Long List“) der für ein spezifisches Mandat grundsätzlich in Frage kommenden Kapitalanlagegesellschaften treffen.³⁶

Systematische Ableitung der „Short List“

Jedes einzelne Spezialfonds-Mandat weist je nach Mandatsprofil besondere Charakteristika und Anforderungen auf, die sich aus den individuellen Bedürfnissen des Sponsors ergeben. Aus diesem Grund ist bei jeder Mandatsvergabe ein maßgeschneiderter Fragebogen („Questionnaire“) zu konzipieren, der den KAGen der „Long List“ zugeleitet wird („Request for Proposal“).³⁷ Die anschließende Auswertung dieses Fragebogens erfordert nicht nur die Beurteilung der Antworten, sondern auch ein „Lesen zwischen den Zeilen“, um Unstimmigkeiten oder potentielle Problemfelder im Hinblick auf den Management-Ansatz zu erkennen. Die Auswahl der in die engere Wahl einzubeziehenden Kandidaten läßt sich anhand eines Punktbewertungsverfahrens (Scoring-Modell) vornehmen, im Rahmen dessen die Profile der KAGen in bezug auf die Kernpunkte des Fragebogens (insbesondere Investmentprozeß) „benotet“ und ge-

³⁵ Abgesehen von der im Rahmen konkreter Mandatsvergaben ohnehin stattfindenden Kommunikation erfordert dies nach unserer Erfahrung mindestens ein intensives Meeting mit jeder KAG pro Jahr sowie den Versand und die Auswertung eines aktualisierten Erfassungsbogens im Zwei-Jahres-Turnus.

³⁶ Die „Long-List“ umfaßt im Regelfall etwa acht bis zehn KAGen, die mit gleichen Chancen in den Wettbewerb um das Mandat eintreten.

³⁷ Wir verweisen auf Ambachtsheer (1995), S. 146-147, wo exemplarisch einige mögliche Fragestellungen für Questionnaires aufgeführt sind.

wichtet werden. Daraus leitet sich die sog. „Short List“ ab, welche i.d.R. noch drei bis fünf Adressen umfaßt.

„Beauty Contest“ und Auswahlempfehlung

Die Kandidaten der „Short List“ werden zu einer abschließenden Präsentation („Beauty Contest“) eingeladen. Dabei haben die Vertreter der KAGen die Gelegenheit, insbesondere ihren Investmentansatz in bezug auf das jeweilige Mandat vorzustellen. Entscheidend für den Verlauf und den Erfolg des „Beauty Contest“ ist die sorgfältige Vorbereitung jeder einzelnen Präsentation durch den Berater. Nur so ist gewährleistet, daß die richtigen Fragen gestellt und kritische Punkte offen angesprochen werden, die für ein umfassendes Bild und die abschließende Entscheidung relevant sind.

Im Anschluß an die Präsentationen schließt sich ein Auswahl-Workshop an, an dem die Entscheidungsträger des Sponsors und der Berater teilnehmen. Für die eigentliche Auswahlentscheidung bietet sich wiederum die Verwendung eines Scoring-Modells an. Dabei werden zunächst die für die Vergabe des Mandats entscheidenden Kriterien reflektiert. Anhand dieses Gerüsts nimmt jeder Teilnehmer zunächst eigenständig eine Wertung vor, die anschließend in der Gruppe (kontrovers) diskutiert wird. Der Berater nimmt in diesem dynamischen Entscheidungsfindungs-Prozeß vornehmlich die Rolle des Moderators ein, der die Eindrücke der Präsentationsteilnehmer sammelt und systematisch aufbereitet. Dabei fließt seine Beurteilung der Stärken und Schwächen der Kapitalanlagegesellschaften zunehmend stärker mit ein. Unabhängig davon, ob sich im Zuge der Diskussion ein Konsens herauskristallisiert, der von allen Teilnehmern oder doch der Mehrheit des Workshops getragen wird, ist wichtig, daß der Berater zum Abschluß der Diskussion eine eindeutige Empfehlung abgibt und diese anhand sachlicher Argumente begründet. Die endgültige Entscheidung über die Umsetzung dieser Empfehlung liegt dann aber immer auf Seiten des Sponsors, zu dessen originären, nicht delegierbaren Verantwortlichkeiten die Managerauswahl zählt.

5. Schlußbetrachtung

Bei der Diskussion der Attraktivität von Spezialfonds stehen häufig die spezifischen rechtlichen und bilanziellen Vorzüge dieses Instrumentes im Vordergrund. Das entscheidende Motiv für die Vergabe von externen Mandaten bleibt aber die Erwartung der institutionellen Anleger, daß sich durch das Einschalten externer Spezialisten im Vergleich zum Inhouse-Management nach Kosten bessere Anlageergebnisse erzielen lassen. Aufgrund der zweifellos bestehenden ausgeprägten Informationsasymmetrie und angesichts einer zunehmenden Anzahl von Anbietern ist es aus Sicht der Sponsoren nicht leicht, einzelne Kapitalanlagegesellschaften bezüglich der relevanten Erfolgsfaktoren und ihrer Marktstellung qualifiziert zu beurteilen. Letzteres ist jedoch unabdingbare Voraussetzung für eine verantwortliche Mandatsvergabe. Um dieser Anforderung zu entsprechen, empfiehlt sich die Einschaltung von professionellen Asset Management Consultants, die ein kontinuierliches Manager-Research betreiben und über eine entsprechende Informationsbasis verfügen. Hinzu kommt, daß die Begleitung durch einen Berater die Aufmerksamkeit seitens der KAGen deutlich erhöht. Wir erwarten, daß sich der derzeitige Trend zur Einschaltung sachkundiger Consultants bei der Vergabe von Spezialfondsmandaten in den nächsten Jahren weiter intensiviert. Der Spezialfondsmarkt holt insofern eine Entwicklung nach, die im internationalen Asset Management längst Standard ist.

Literaturverzeichnis

Allen, G. M./Coggin, T. D. (Allen/Coggin, 1997): Organizing Internal Investment Management, in: Pension Fund Investment Management, hrsg. von F.J. Fabozzi, New Hope (PA) 1997, S. 35-44.

Ambachtsheer, K. P. (Ambachtsheer, 1995): Hiring and Firing an Investment Manager, in: Performance Evaluation, Benchmarks, and Attribution Analysis, hrsg. von der Association for Investment Management and Research (AIMR), Charlottesville (VA) 1995, S. 142-148.

Bayer, K. H./Bayer, M. (Bayer/Bayer, 1998): Transaktionskostenmanagement – Ein vergessener Erfolgsfaktor im Wertpapiermanagement?, in: Handbuch Portfoliomanagement, hrsg. von Jochen M. Kleeberg und Heinz Rehkugler, Bad Soden/Ts. 1998, S. 891-912.

Beckers, S. (Beckers, 1997): Manager Skill and Investment Performance: How Strong is the Link?, in: Journal of Portfolio Management, Summer 1997, S. 9-23.

Davenport, D. A. (Davenport, 1990): The Equity Manager Search: Strategies and Techniques for Plan Sponsors, New York 1990.

Gould, F. J. (Gould, 1990): Efficient Markets, Investment-Management Selection, and the Loser's Game, in: Current Topics in Investment Management, hrsg. von F.J. Fabozzi und T. D. Fabozzi, New York 1990, S. 49-55.

Grinold, R. C./Kahn, R. N. (Grinold/Kahn, 2000): Active Portfolio Management, 2nd edition, New York 2000.

Kahn, R. N./Rudd, A. (Kahn/Rudd, 1995): Does Historical Performance Predict Future Performance?, in: Financial Analysts Journal, November-December 1995, S. 43-55.

Kleeberg, J. M./Schlenger, C. (Kleeberg/Schlenger, 1998): Verfeinerung von Alpha- und Timingprognosen für die relative Portfoliooptimierung, in: Handbuch Portfoliomanagement, hrsg. von Jochen M. Kleeberg und Heinz Rehkugler, Bad Soden/Ts. 1998, S. 567-589.

Narat, I. (Narat, 1998): Die Suche nach dem Asset Manager, in: Handelsblatt vom 2.12.1998.

Perold, A. F./Salomon Jr. (Perold/Salomon, 1991): The Right Amount of Assets Under Management, in: Financial Analysts Journal, May-June 1991, S. 31-39.

Peterson, D. M (Peterson, 1979): Know your investment philosophy!, in: Journal of Portfolio Management, Winter 1979, S. 27-33.

Porter, M. E. (Porter, 1985): Competitive Advantage, New York 1985.

- Raulin, G. (Raulin, 1996):** Leistungsorientierte Entlohnung von Portfoliomanagern, in: Reihe Portfoliomanagement, Band 5, Bad Soden/Ts. 1996.
- Schlenger, C. (Schlenger, 1998):** Aktives Management von Aktienportfolios, in: Reihe Portfoliomanagement, Band 9, Bad Soden/Ts. 1998.
- Sharpe, W. F. (Sharpe, 1991):** The Arithmetic of Active Management, in: Financial Analysts Journal, January-February 1991, S. 7-9.
- Snigaroff, R.G. (Snigaroff, 2000):** The Economics of Active Management, in: Journal of Portfolio Management, Winter 2000, S. 16-24.
- Surz, R. J. (Surz, 1990):** Attributing Performance to Sponsors and Managers, in: Pension Fund Investment Management, hrsg. von F.J. Fabozzi, Chicago (IL) 1990, S. 219-242.
- Thomas, L. R. (Thomas, 2000):** Active Management, in: Journal of Portfolio Management, Winter 2000, S. 25-32.
- Unwin, R. (Unwin, 1989):** Manager selection – balanced and specialist, in: Managing Global Portfolios, hrsg. von C. Stoakes und A. Freeman, London 1989, S. 51-63.
- Wittrock, C. (Wittrock, 2000):** Messung und Analyse der Performance von Wertpapierportfolios, in: Reihe Portfoliomanagement, Band 2, 3.Auflage, Bad Soden/Ts. 2000.