



Case Study

für

die Vergabe eines Rentenmandates mit vordefinierten
Investmentguidelines

Thomas Portig, Chief Investment Officer,
H.C.M. Capital Management AG, Januar 2007
tportig@hcm-ag.de
++49. (0) 89. 9 27 97-0

INVESTMENTGUIDELINES

Benchmark	100% Lehman Global Aggregate Index (hedged in Euro)
Performance-Erwartung	Erwartet wird eine Outperformance ggü. der Benchmark von 75 bp. p.a. über einen rollierenden 3-Jahres-Zeitraum, gross of fees
Risiko-Erwartung	Der Tracking Error wird im Vergleich zur Benchmark über einen rollierenden 3-Jahres-Zeitraum 2% p.a. (Berechnung: 12 Monate gleitende Durchschnitte) nicht überschreiten.

LÖSUNG

Multi-Manager-Selektionsprozess gemäß Investmentguidelines

Ziel

Der Leitgedanke bei der Selektion der Fondsmanager und der Erstellung des Multi-Manager-Portfolios ist, ein Portfolio zu finden, dass die in der Investmentguideline für einen Drei-Jahres-Zeitraum vorgegebenen Beschränkungen des Ex-Post-Tracking-Error sowie die Rendite-Erwartungen bereits in den vergangenen drei Jahren erfüllt hat. Dabei wird die Möglichkeit berücksichtigt, einen Teil des Portfolios nach Enhanced Index Strategie verwalten zu lassen.

Dreistufiger Prozess

Basis der Selektion bilden Renditezeitreihen der von Standard & Poors / Lipper belieferten H.C.M.-Datenbank. Diese enthält ein Universum von über 80.000 Investmentfonds und mehr als 14.000 Indizes; weltweit werden damit fast alle Investmentfonds erfasst. In einem dreistufigen Prozess werden Portfolios ermittelt, deren Tracking-Error (Standardabweichung der aktiven Monats-Rendite berechnet mit einem 12-Monatszeitraum) zum Lehman Global Aggregate Hedged to Euro Index in einem rollierenden Drei-Jahreszeitraum den Grenzwert von 2% nicht überschreiten. Die Risiko-Erwartung der Investmentguideline wird somit von diesen Portfolios eingehalten.

Die aktive Portfolio-Jahres-Rendite dieser nach quantitativen und qualitativen Kriterien bewerteten Portfolios beträgt im genannten rollierenden Drei-Jahreszeitraum zwischen 0,86% und 4,27%. Die „Performance-Erwartung“ der Investmentguideline wird somit ebenfalls erfüllt.

Desweiteren wird berücksichtigt, dass i.d.R. eine Investition von EUR 25 Mio. pro Asset Manager als Minimum für ein Fixed-Income-Portfolio notwendig ist. Um Spielraum bei der Variation der Gewichtung zu erhalten und gleichzeitig die Vorteile der Fondsmanager-Diversifikation nutzen zu können, wird die Anzahl der Fondsmanager auf drei begrenzt.

Stufe I – Reduktion Peer Group auf Outperformer

Als Selektionsuniversum steht eine Peer-Group von 2.018 Rentenfonds mit internationaler Ausrichtung zur Verfügung. Die Performance-Erwartung der Investmentguideline ist maßgebend bei der ersten Stufe der Selektion – Fonds und Portfolios, die diese Anforderungen in der neueren Vergangenheit erfüllt haben, müssen zwangsläufig eine Vier-Jahres-Performance aufweisen, die höher liegt als die der Benchmark Lehman Global Aggregate hedged to Euro. Zwar ist theoretisch nicht auszuschließen, dass auch ein Underperformer im Portfoliozusammenhang das Risiko-Ertragsverhältnis verbessern kann, doch deuteten stichprobenartige Tests der Daten auf eine sehr geringe Wahrscheinlichkeit für diesen Fall hin, so dass der Aufwand der zusätzlichen Berücksichtigung der Underperformer nicht gerechtfertigt ist.

Stufe II – Auswahl von Manager-Paaren auf Basis Information Ratio und Tracking Error der Monatsrenditen

Die Investmentguideline enthält eine Erwartung der aktiven Rendite, sowie eine Beschränkung des Tracking Error für rollierende Jahresrenditen. Sowohl theoretische als auch praktische Überlegungen sprechen dafür, diese Anforderungen zunächst in Anforderungen an die Verteilung der aktiven Monatsrenditen im betrachteten Vier-Jahres-Zeitraum zu transformieren, die eine Approximation der ursprünglichen Beschränkungen darstellen.

Ein optimales Portfolio im Sinne dieser transformierten Bedingungen kann dann gefunden werden, indem die mittlere aktive Rendite bei gegebener Tracking Error-Beschränkung maximiert wird. Da die Möglichkeit besteht, einen aktiven Fondsmanager mit einem Enhanced Index Portfolio zu kombinieren, gibt es für dieses Problem (unter der Annahme eines Tracking Errors von Null für das Enhanced Index Portfolio) eine theoretisch optimale Lösung: Wähle den Fondsmanager mit der höchsten Information Ratio und kombiniere ihn mit dem Enhanced Index Portfolio, so dass das Tracking Error-Limit eingehalten wird.

Jedoch sind gewisse Beschränkungen zu beachten, die ein Abweichen von dieser theoretisch optimalen Lösung erfordern: So sind jedem Fondsmanager mindestens 25% des Investitionsvolumens zur Verfügung zu stellen. Außerdem sollte nicht nur ein aktiver

Fondsmanager selektiert werden. Denn selbst wenn ein Portfolio mit nur einem aktiven Fondsmanager und dem Enhanced Index Portfolio die Performance- und Risikoansprüche in der Vergangenheit erfüllt hat, lässt geschickte Manager-Diversifikation grundsätzlich ein gutes Verhältnis von aktiver erwarteter Rendite zu aktivem Risiko wahrscheinlicher werden.

Diese Beschränkungen erfordern nicht nur auf hohe Information Ratio, sondern auch auf begrenzten Tracking Error zu achten.

Um der theoretischen Lösung möglichst nahe zu kommen, werden Paare aus je einem Fondsmanager mit hoher Information Ratio (aber nicht exorbitantem Tracking Error) und einem Fondsmanager mit positiver Information Ratio und niedrigem Tracking Error gebildet.

Stufe III Ermittlung der optimalen Portfolio-Anteile der aktiven Manager und des Enhanced Index Portfolios

Schließlich werden Portfolios mit quartalsweisem Rebalancing erstellt, die auf die in Stufe II gebildeten Paare von Fondsmanagern und ein Enhanced Index Portfolio aufgeteilt werden. Mit Optimierungs-Software werden die Portfolios aus den gebildeten Fondsmanager-Paaren unter der Nebenbedingung eines Mindestanteils von 25% pro Teilportfolio und unter den in der Investmentguideline genannten Bedingungen ermittelt. Dabei wird das Ausmaß der Unterschreitung des maximalen Tracking Errors beachtet, um Spielraum für das Enhanced Index Portfolio zu lassen.

Die Fondsmanager der Multi-Manager-Portfolios, die alle Bedingungen erfüllen, werden qualitativ geprüft. Die qualitative Prüfung von H.C.M. umfasst verschiedene gesellschaftsbezogene und personenbezogene Kriterien, z.B. Gesellschaftsverflechtungen, Informationspolitik, Fusionen, Ausbildungsstand, Research-Kapazität und -Quellen, Kompatibilität von Investmentprozess und Organisationsstruktur. Im Rahmen einer Würdigung des Gesamtbildes aus Ergebnissen der quantitativen und qualitativen Analyse, kommt der Plausibilität der Angaben zum Investmentprozess vor dem Hintergrund der Resultate statistischer Investmentstilanalysen besondere Bedeutung zu.

ERGEBNIS

50% Fondsmanager 1 Führender französischer Asset Manager

- mit höchster Information Ratio im Universum der Outperformer
- trotzdem relativ niedrigem Tracking Error
- Beta: 0,96

25% Fondsmanager 2 Französischer Asset Manager mit extremer Fokussierung auf Rentenportfolios (über 90% aller Portfolios)

- zweitniedrigster Tracking Error aller Outperformer mit positiver Information Ratio
- trotzdem unter den besten 3% gemessen an der Information Ratio
- Beta: 0,90

25% Fondsmanager 3 Führender angelsächsischer Asset Manager mit Rentenspezialisierung

- Index Enhanced Portfolio

Alle drei Adressen gehören zu den Top-Adressen im weltweiten Rentenmanagement mit besten Unternehmensratings und verwalten hohe EUR Milliardenbeträge.