

GASTBEITRAG VON DR. CHRISTIAN FUNKE, SOURCE FOR ALPHA AG

# Portfoliomanagement – Wissenschaft statt Schrotflinte

Quantitative Portfoliomanager setzen sehr stark auf eine Vielzahl von Erfahrungsfaktoren der Vergangenheit, um Vorhersagen über künftige Entwicklungen zutreffen – mit der Treffsicherheit einer Schrotflinte: Irgendwas wird schon stimmen. Wissenschaftlich orientierte Systeme sollen deutlich treffsicherer sein.



## Dr. Christian Funke

ist Vorstand der Source For Alpha (Deutschland) AG und ist unter anderem für Portfoliomanagement, Marketing und institutionellen Vertrieb zuständig. Er studierte Internationale BWL an der European Business School (EBS) in Oestrich-Winkel und promovierte dort am Stiftungslehrstuhl Asset Management bei Prof. Dr. Lutz Johanning. Weiterhin ist Dr. Funke Dozent für Portfoliomanagement und Risikomanagement für die EBS Executive Education, die Deutsche Börse Capital Markets Academy und die Goethe Business School.

## Source For Alpha (S4A)

ist ein unabhängiger Investment Manager, der innovative quantitative Investmentstrategien entwickelt, umsetzt und vermarktet. Source For Alpha geht den Quellen der Outperformance auf den Grund. Die Anlagestrategien folgen deshalb der Firmenphilosophie: Nur erklärbare Renditen sind nachhaltig und ermöglichen eine systematische Outperformance. Source For Alpha besitzt eine Lizenz als Finanzdienstleistungsinstitut nach §32 KWG und ist Mitglied im Verband unabhängiger Vermögensverwalter (VuV). Aktuell verwaltet die Firma ein Anlagevolumen von 60 Mio. Euro.

**E**in zunehmend größerer Teil der weltweit aktiv verwalteten Anlagevermögen wird heutzutage quantitativ gemanagt. Die Titelauswahl erfolgt somit auf Basis von umfangreichen, Software-gestützten Modellierungen und nicht wie beim klassischen, qualitativen Stockpicking durch fundamentale Analysen und Managementgespräche des jeweiligen Fondsmanagers.

**Obwohl das quantitative Portfoliomanagement häufig als Wissenschaft** angesehen und verkauft wird, stammen nur wenige Portfoliomanager tatsächlich aus der Kapitalmarktforschung. Viele quantitative Fondsmanager sind ehemalige Händler oder stammen aus den Strukturierungsabteilungen der großen Banken. Ihr Know-how besteht vor allem darin, aus großen Datenmengen umfangreiche Prognosemodelle für die Zukunft abzuleiten. Neben diesen herkömmlichen Quant-Modellen gibt es allerdings auch moderne quantitative, wissenschaftliche Investmentansätze, welche direkt aus der Kapitalmarktforschung – vor allem den wirtschaftswissenschaftlichen Fakultäten der US-amerikanischen Top-Universitäten – stammen. Die bekanntesten Beispiele sind Dimensional Fund Advisors (Austin/Texas, 287 Mrd. USD AuM), LSV Asset Management (Chicago/Illinois, 71 Mrd. USD AuM) und AQR Asset Management (Greenwich/Connecticut, 84 Mrd. USD AuM).

In jüngerer Vergangenheit ist mit Source For Alpha auch ein deutscher Asset Manager direkt aus einer wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät entstanden. Die Portfolioauswahl dieser wissenschaftlichen Asset Manager ist zwar auch quantitativ, unterscheidet sich aber dennoch grundsätzlich vom Investmentansatz herkömmlicher quantitativer Portfoliomanager.

**Rein auf der Datenanalyse basierende quantitative Portfoliomanager** sehen das Fondsmanagement häufig als eine Art Ingenieurswesen, bei dem aus vergangenen Daten ein umfangreiches Vorhersagesystem gebaut wird. Die Basis der einzelnen Prognosefaktoren sind hierbei Renditemuster, welche in der Vergangenheit an den internationalen Kapitalmärkten aufgetreten sind. Die Anzahl der Prognosefaktoren dieser Systeme gehen teilweise in die Hunderte, um eine möglichst umfassende Modellierung zu gewährleisten.

Der starke Fokus auf Datenmuster der Vergangenheit ist aber riskant. Man nehme beispielsweise Faktoren, welche verstärkt Titel auswählen, die positiv auf ein Umfeld fallender Zinsen reagieren. Diese Faktoren haben in den letzten 10 Jahren eine sehr gute Performance aufgewiesen. Ursächlich waren jedoch fallende Zinsen und nicht die spezifische Prognosekraft der Faktoren. Sobald sich das Zinsumfeld dreht, werden auch diese Prognosevariablen nicht mehr funktionieren.

**Wissenschaftliche Systeme vermeiden die Gefahr der Vergangenheitsabhängigkeit**, indem sie nur Faktoren wählen, deren Prognosekraft von der empirischen Kapitalmarktforschung bestätigt wurde. Dieser Bestätigungsprozess findet innerhalb der Forschungsgemeinde in Form von wissenschaftlichen Publikationen und auf Forschungstagungen statt, bei denen die Argumente der unterschiedlichen Denkrichtungen aufeinanderprallen.

**Die zentralen Stufen dieses Prozesses lassen sich wie folgt zusammenfassen:**

- Erstens, die Überprüfung der Stabilität eines Musters – es wird analysiert, ob die Prognosekraft an unterschiedlichen Kapitalmärkten und in verschiedenen Zeitperioden konstant auftaucht;
- Zweitens, die Analyse der empirischen Robustheit – das Renditemuster darf nicht durch zufällig in der Vergangenheit vorherrschende Hintergrundvariablen, wie ein fallendes Zinsniveau, bedingt sein;
- Drittens, und für mich wesentlich, das Herausarbeiten einer klaren ökonomischen Begründung für das Auftreten der Prognosekraft.

**Von den vielen aufgedeckten Renditemustern** konnte im Laufe der Jahre nur ein Bruchteil von der empirischen Kapitalmarktforschung bestätigt werden. Vor allem haben sich einige Faktoren als nicht robust erwiesen. Viele Prognosevariablen, welche Einzug in herkömmliche quantitative Investmentansätze hielten, werden daher von wissenschaftlich orientierten Asset Managern abgelehnt. Beim wissenschaftlichen Bestätigungsprozess wird also die Spreu vom Weizen getrennt. Dieser Prozess ist sehr aufwendig, führt aber zu einer hohen Prognosekraft der extrahierten Faktoren.

**Die deutlich konservativere Faktorauswahl** bedingt Unterschiede in der Portfoliokonstruktion, wie Hans Wisser – ehemaliger Europachef von Franklin Templeton und heutiger Partner und Aufsichtsrat der Source For Alpha (Deutschland) AG – mir gegenüber einmal angemerkt hat: „Mir wurde im Laufe meiner Karriere eine Vielzahl von quantitativen Prognosemodellen vorgestellt. Mit ihrer hohen Anzahl an Faktoren erinnerten sie mich immer an eine Schrotflinte, welche breitflächig streut, um wenigstens etwas zu treffen. Wissenschaftlich orientierte Systeme beeindruckten mich mit ihrer zielgenauen Ausrichtung und gleichen damit eher dem Ansatz eines Scharfschützen: Ihre Prognosefaktoren sind weniger umfangreich, treffen aber mit einer deutlich höheren Sicherheit.“ Es zeigt sich somit, dass sich wissenschaftliche, in der Kapitalmarktforschung profilierte Investmentansätze deutlich von rein datenbasierten quantitativen Portfoliomanagementansätzen unterscheiden.

**Doch wer sind eigentlich die Anbieter dieses Investmentansatzes?** Deutsche Anleger waren bisher vor allem auf die erwähnten US-amerikanischen Asset Manager wie Dimensional Fund Advisors, LSV Asset Management oder AQR Asset Management angewiesen. Ein wesentlicher Grund für die amerikanische Dominanz lag darin, dass die empirische Kapitalmarktforschung in den vergangenen Jahrzehnten von den großen Top-Universitäten der USA beherrscht wurde. Aber dieses Bild scheint sich zu ändern, wie unser wissenschaftlicher Beirat und Vorsitzender des Anlageausschusses, Professor Dr. Lutz Johanning von der WHU – Otto Beisheim School of Management, Vallendar – hervorhebt. „Die deutsche Kapitalmarktforschung hat in den vergangenen 10 Jahren sehr stark aufgeholt. Während der Bereich in den 1990er-Jahren noch völlig von den Amerikanern dominiert war, dringen heute mehr und mehr deutsche Forscher auf das internationale Topniveau durch.“ Er glaubt, dass dieser Prozess auch Auswirkungen auf die deutsche Asset-Management-Branche haben wird: „Es ist meiner Meinung nach nur eine Frage der Zeit, bis weitere Asset Manager direkt aus den deutschen wirtschaftswissenschaftlichen Fakultäten heraus gegründet werden.“

**Zusammenfassend lässt sich festhalten**, dass wissenschaftliche Investmentansätze für Investoren einen wichtigen Baustein im Portfolio darstellen können – die Beispiele aus den USA zeigen, welcher Anlageerfolg damit langfristig möglich ist. 

## KONTAKT

---

**Dr. Christian Funke**  
Source For Alpha (Deutschland) AG  
Tel.: 0049 (0)69/94 41 80 87  
E-Mail: funke@source-for-alpha.de  
Internet: www.source-for-alpha.de