

Sorgfalt ist angebracht

# Langfristigkeit und Managerselektion

Es ist anspruchsvoll, den besten Manager für ein bestimmtes Anlage-  
mandat zu finden. Noch anspruchsvoller wird die Sache, wenn im  
Portfoliokontext auch der zweitbeste Manager der beste sein kann.

## IN KÜRZE

Die Auswahl von «Best-in-class»-  
Managern kann durch unbeab-  
sichtigte strukturelle Portfolio-  
ausrichtungen gegenüber der  
strategischen Asset Allokation zu  
schlechteren Ergebnissen und  
mehr Risiken führen. Ein ganz-  
heitlicher Portfolioansatz ist  
während des Selektionsprozesses  
fundamental.

Die Ausgestaltung von Pensionskassen-  
portfolios basiert auf Prozessen, erwarteten Renditen, langfristigen Korrelationen und den darauf aufbauenden ALM-Studien. Diesem langfristigen Horizont stehen die jährlichen Deckungsgradberichte und potenziell kurzfristig notwendige Eingriffe in die strategische Ausrichtung entgegen.

Eine Ebene tiefer im Bereich der Managerselektion basieren Entscheidungen eher auf einem Mix aus quantitativen (oft zurückblickenden Performanceanalysen) und qualitativen Punkten. Diese Ansätze in falscher Kombination und Priorisierung öffnen jedoch typischen «Behavioral Finance»-Fehlern Tür und Tor. «Haben wir den besten Manager ausgewählt?», ist daher die Frage, die in Investment-Komitees oder Vorstandssitzungen oft gestellt wird.

### Der Mix ist entscheidend

Aber ist dies die richtige Frage? Während die Intuition, immer den «besten» Manager in jeder Anlageklasse anzustreben, verlockend ist, ist dieser Ansatz grundsätzlich fragwürdig. Die richtige Frage sollte lauten: «Was ist der beste Mix von Managern für unser Portfolio?».

Aus Portfoliosicht sollte der Fokus nicht darauf liegen, einfach die besten Manager auszuwählen. Stattdessen sollte ein Portfolio mit der besten Kombination von Managern angestrebt werden. Diese sollte Stilkomplementarität und minimale Überschneidungen gewährleisten, um eine Diversifizierung zu ermöglichen. Dies führt zu einem geringeren Risiko, während gleichzeitig ein Outperformance-Potenzial erhalten bleibt.

Hierzu sind zum einen Systeme notwendig, die eine tiefgehende Analyse sowohl auf Manager- wie auf Portfolioebene ermöglichen. Zum anderen benötigt es erfahrene Mitarbeiter, die aus diesen Analysen die richtigen Schlüsse ziehen.

### Warum es nicht reicht, den Besten zu haben

Wählt man nur die «besten» Manager und aggregiert die zugrundeliegenden Positionen gegenüber verschiedenen Risikofaktoren, kann sich zeigen, dass bestimmte Faktoren entweder stark übergewichtet werden oder sich gegenseitig aufheben.

Im ersten Fall führt dies zu versteckten und unvorhergesehenen Risiken auf Gesamtportfolioebene. Konkret werden strukturelle Wetten gegen die jeweilige Benchmark eingegangen, etwa durch eine Übergewichtung von Technologie-Aktien. Dadurch geht der Anleger unangemessene und unbeabsichtigte Risiken ein.

### Was ist zu tun?

Ein Ansatz, dies zu vermeiden, ist bei vielen Investoren die Auswahl der Manager aus verschiedenen Quadranten von «Stilboxen». Die Idee dahinter ist das Anlageuniversum in Bereiche (wie Value und Growth) aufzuspalten, sodass beispielsweise ein «Value»-Manager in Aktien nur aus einem Value-Teil, aber nicht aus dem Growth-Teil des jeweiligen Growth-Managers investiert.

Während dies ein hilfreiches Werkzeug für die Klassifizierung von Managern ist, ist das Vorgehen insgesamt jedoch zu starr und letztlich nur auf einen Faktor ausgerichtet. Eine solche Fokussierung kann ein Exposure zu anderen Faktoren nach sich ziehen, das es ebenso zu analysieren gilt.

Das heisst, selbst laut Stilbox komplementäre Manager können zu unerwünschten Exposures führen. Ein «Deep Value»-Manager (zyklische Firmen, die billig sind) und ein «Aggressive Growth»-Manager (Firmen mit hohen Bewertungen und hohen Wachstumsraten) können in Kombination laut Stilbox zwar einen neutralen Bias ergeben, führen jedoch auch zu einem «High

#### Robert Curtin

Co-Head of Research,  
Corestone Investment  
Managers AG

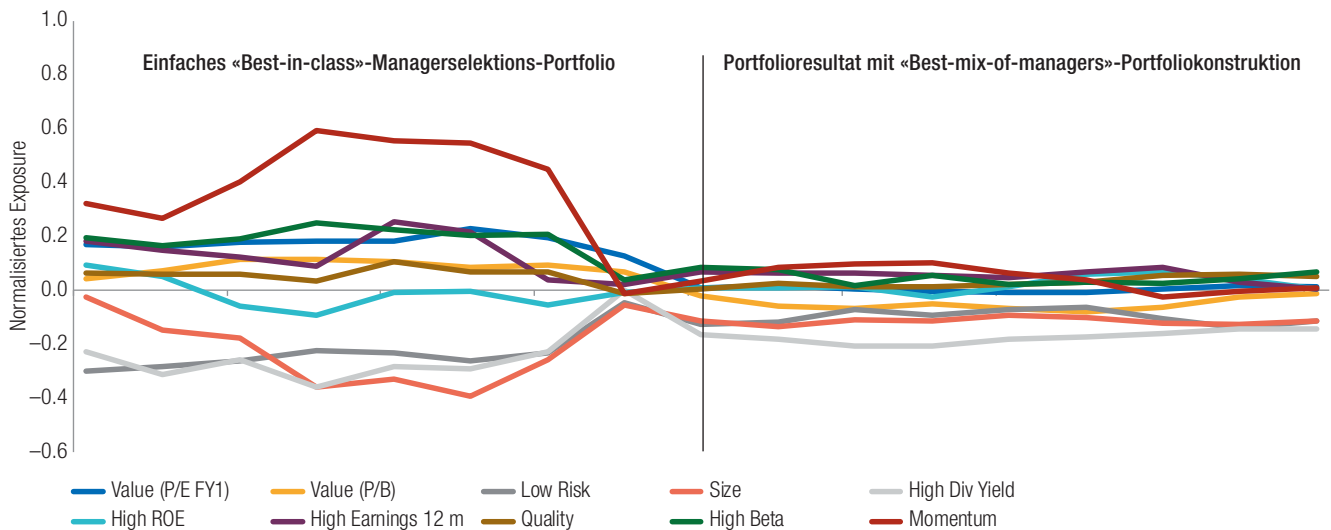


#### Marco Smelter

Co-Head of Research,  
Corestone Investment  
Managers AG



## Diversifiziertes Aktienportfolio – Risikofaktor-Exposures



Nach einer Portfolioanpassung ist die Exponierung gegenüber einzelnen Faktoren (hier als Annäherung für die verschiedenen Stile verwendet) merklich zurückgegangen. Es ergibt sich ein stilneutrales Portfolio.

Quelle: Darstellung der Autoren unter Verwendung von Daten aus dem Zeitraum 2012 bis 2016.

Beta»-Portfolio, da beide Stile auf hohes Wachstum ausgerichtet sind. Dies gilt es zu verhindern.

Der andere, weniger dramatische, aber immer noch schmerzhaft Fall wäre die Kombination von Managern, die zwar in jeder einzelnen Anlageklasse die erste Wahl sind, deren Wetten sich auf Gesamtsicht aber aufheben. Dem Investor bleibt hier ein indexähnliches Exposure, jedoch mit aktiven Gebühren und einer nachhaltigen Quelle von Underperformance.

### Vertiefte Analyse notwendig

Für eine ideale Lösung ist eine gründliche granulare Analyse und ein tiefes Verständnis der Benchmarks und Anlageklassen über verschiedene Zyklusphasen notwendig. Dabei muss auch den Portfoliomeerkmalen ausgewählter Manager und deren Biases relativ zu anderen Sub-Portfolios und zum Gesamtportfolio Rechnung getragen werden. Diese Anforderung geht in Bezug auf Breite und Tiefe weit über Standard-Vermögensverwalter-Datenbanken hinaus.

Das Screening potenzieller Manager sollte immer auf diesem tiefgreifenden Verständnis basieren, um sicherzustellen, dass Filter und Auswahl Sinn machen. Wenn zum Beispiel Kreditmanager identifiziert werden müssen, die über einen vollständigen Zyklus einen Mehrwert

bieten, besteht der erste Schritt darin, marktspezifische Faktoren und Wendepunkte für diese Assetklasse zu bestimmen, um dann Manager zu identifizieren, die sich in verschiedenen Marktumfeldern gut entwickelt haben.

Ein Screening über verschiedene nicht standardisierte Zeiträume innerhalb eines Zyklus ist ebenso wichtig, da Manager unterschiedliche Stile und Alpha-Treiber haben, und das Ziel ist, Manager zu identifizieren, die als «Bausteine» zum Aufbau eines komplementären Portfolios verwendet werden können. Ein Screening über diese relevanten Zeiträume und Szenarios anstatt auf Basis der Standard Fünf-Jahres- oder «Seit Beginn»-Perioden bringt wesentlich tiefere Einblicke in die echten Alpha-Fähigkeiten und Stilcharakteristika der Manager.

Das ultimative Ziel für ein gut diversifiziertes Pensionskassenportfolio ist daher nicht nur eine Diversifikation über die Anlageklassen, sprich die passende strategische Assetallokation, sondern ebenso über die Stile hinweg. Nur so lassen sich komplementäre (Out-)Performance-Beiträge der zugrundeliegenden Manager über den gesamten Zyklus erreichen und das Portfolio «stilneutral» gestalten.

Obwohl das Ausbalancieren des Portfolios auf Anlageklasseebene einfacher ist, sollte auch ein ganzheitlicher Portfolioansatz über das Aktien- und Obliga-

tionen-Spektrum betrachtet werden. Eine Diversifizierung der Risikofaktoren zwischen dem Aktien- und dem festverzinslichen Teil des Portfolios, wo beispielsweise defensive «High Yield»-Manager Aktienportfolios mit höherem Beta ausgleichen, erhöht die Widerstandsfähigkeit des Gesamtportfolios.

### Manchmal ist der Zweitbeste der Beste

Durch die gestiegenen Anforderungen an institutionelle Anleger wie Pensionskassen wird es zukünftig umso wichtiger sein, einen solchen Prozess zu verfolgen und bei der Implementierung nicht nur den besten komplementären Manager für eine einzelne Portfolioanlageklasse zu finden, sondern auch Gesamtportfolio-betrachtungen zu berücksichtigen.

Dies alles, um langfristig stabile und stilneutrale Portfolios mit komplementären Renditequellen, übergreifend und innerhalb von Anlageklassen und Zyklen hinweg aufzubauen und gleichzeitig die Transparenz zu erhöhen, um kurzfristig notwendige Eingriffe zu minimieren.

Das heisst, manchmal sollte die Selektion eines Managers, der dem Anschein nach nur die zweitbeste Lösung ist, die erste Wahl für eine Pensionskasse sein, um langfristig stabile und zufriedenstellende Portfoliorenditen zu erwirtschaften. |

Il faut procéder avec minutie

## Long terme et sélection des gestionnaires

Trouver le meilleur gérant possible pour un mandat de placement déterminé n'est pas une mince affaire. Et cela devient encore plus compliqué quand le deuxième meilleur gérant peut être le meilleur dans le contexte précis d'un portefeuille.

Un portefeuille de caisse de pensions est construit sur la base de processus, de rendements anticipés, de corrélations à long terme et d'études ALM en découlant. Cette optique de long terme contraste avec les obligations à court terme telles que les rapports annuels sur le degré de couverture et la nécessité potentielle d'une rectification immédiate de l'orientation stratégique.

Au palier inférieur, dans le domaine de la sélection des gérants, les décisions se fondent plutôt sur une combinaison d'aspects quantitatifs (souvent des analyses rétrospectives de la performance) et qualitatifs. Mal combinées et avec les mauvaises priorités, ces approches ouvrent souvent toutes grandes les portes aux erreurs typiques de la finance comportementale. «Est-ce que nous avons choisi le meilleur gérant possible?», se demande-t-on donc souvent dans les séances des commissions de placement ou du comité.

### Tout dépend du mélange

Mais est-ce vraiment la bonne question? Nous sommes intuitivement tentés par l'idée de trouver le «meilleur» gérant dans chaque classe d'actifs. Cette approche présente pourtant quelques failles. Mieux vaudrait en effet se demander: «Quel est le meilleur mélange de gérants pour notre portefeuille?»

Dans l'optique du portefeuille, il ne faudrait pas placer le focus sur la chasse aux meilleurs gérants, mais viser un portefeuille où les gérants se complètent de manière optimale. La complémentarité des styles devrait y être assurée afin de réduire les recoupements au minimum et garantir une bonne diversification. Le

risque en est réduit et en même temps, la possibilité d'une surperformance reste ouverte.

Pour concrétiser cette démarche, il faut d'une part des systèmes permettant de procéder à une analyse approfondie aussi bien au niveau des gérants que du portefeuille. Et de l'autre, il faut des collaborateurs expérimentés, capables de tirer les bonnes conclusions des analyses effectuées.

### Pourquoi le meilleur ne suffit pas

Si on ne sélectionne que les «meilleurs» gérants et que l'on agrège les positions sous-tendues contre divers facteurs de risque, il peut arriver que certains facteurs soient fortement sur- ou sous-pondérés ou s'annihilent mutuellement.

Dans le premier cas, il en résulte des risques cachés et imprévus au niveau du portefeuille global. Concrètement, on engage des paris structurels contre les benchmarks concernés, par exemple en surpondérant les valeurs de technologie. L'investisseur s'expose ainsi involontairement à des risques inopportuns.

### Que faire?

Beaucoup d'investisseurs tentent de contourner le problème en sélectionnant des gérants de différents quadrants d'une «boîte de styles». L'idée consiste à décomposer l'univers de placement en segments (tels que Value et Growth) de sorte à ce qu'un gérant axé sur la valeur investisse seulement dans les actions d'un segment Value, mais pas dans le segment Growth du gérant qui privilégie la croissance.

Cet outil peut aider à classer les gérants, mais dans l'ensemble, la procédure est trop rigide parce que fixée sur un seul

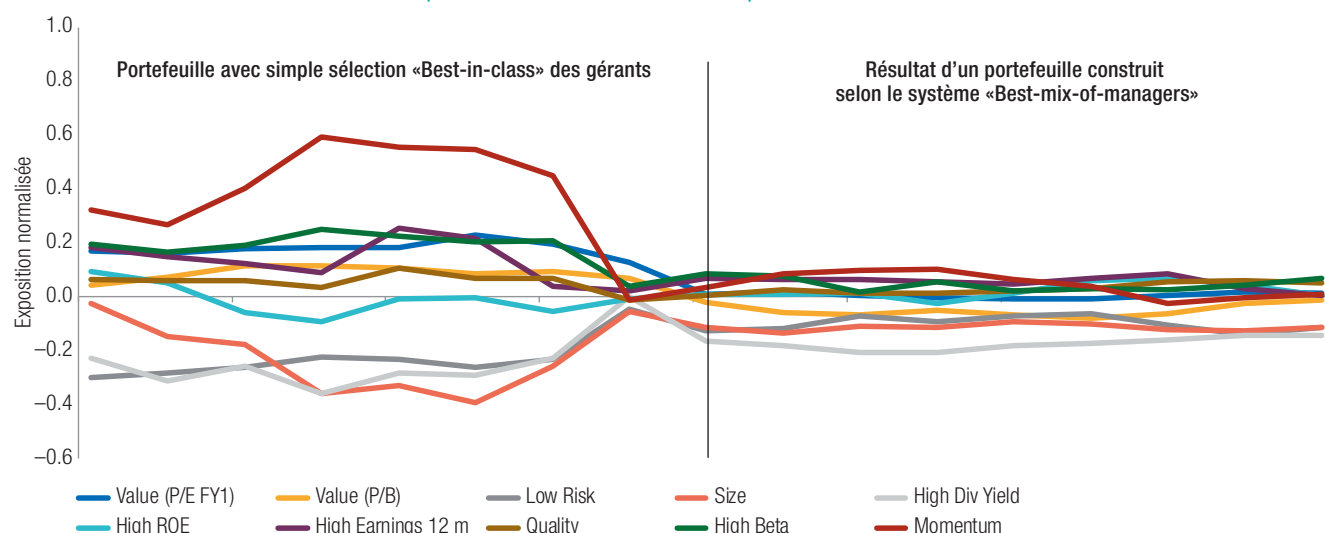
### EN BREF

La sélection de gérants «Best-in-class» peut donner de moins bons résultats et générer plus de risques s'il en résulte des orientations structurelles indésirables du portefeuille par rapport à l'allocation stratégique des actifs. Il est essentiel de considérer le portefeuille dans son ensemble au cours du processus de sélection.

facteur. Une telle concentration peut entraîner une exposition à d'autres facteurs qu'il faudra également analyser.

En d'autres termes, même des gérants réputés complémentaires dans une boîte de styles peuvent produire des expositions indésirables. La combinaison d'un gérant «Deep Value» (entreprises cycliques bon marché) avec un gérant «Aggressive Growth» (entreprises avec une évaluation forte et un taux de croissance élevé) peut effectivement donner un nouveau biais neutre comme le préconise la théorie de la boîte des styles, mais en même temps, il en résulte un portefeuille «HighBêta», étant donné que les deux styles visent une forte croissance et qu'il faut éviter une telle juxtaposition.

## Portefeuille d'actions diversifié – Exposition aux facteurs de risque



Une fois l'adaptation faite, l'exposition d'un portefeuille à des facteurs individuels (ici comme approximation des différents styles) a nettement diminué. Il en résulte un portefeuille stylistiquement neutre.

Source: représentation par les auteurs sur la base de données de la période de 2012 à 2016.

L'autre cas, moins dramatique mais néanmoins douloureux, consisterait à combiner des gérants dont chacun est premier dans sa classe d'actifs, mais dont les paris s'annulent sur l'ensemble. L'investisseur se retrouve alors avec une exposition proche d'un indice, mais avec des redevances de gestion active et une source durable de sous-performance.

### Il faut une analyse approfondie

Pour trouver la solution idéale, il faut une analyse granulométrique minutieuse et une compréhension profonde des benchmarks et des classes d'actifs dans les différentes phases d'un cycle. Et il faudra intégrer dans l'analyse les caractéristiques des portefeuilles des gérants choisis et considérer leurs biais dans le contexte des autres sous-portefeuilles et du portefeuille global. Cette analyse devra aller beaucoup plus loin, en largeur et en profondeur, que la banque de données usuelle d'un gérant de fortune.

Le dépistage de gérants potentiels devrait toujours être le fruit de cette compréhension profonde afin de garantir la pertinence des filtres et des sélections. Ainsi, s'il s'agit d'identifier des gérants de crédit qui dégagent une valeur ajoutée sur un cycle complet, un premier pas devra consister à définir les facteurs et les tournants spécifiques à cette classe d'actifs pour ensuite trouver les gérants qui se sont bien développés dans différents environnements du marché.

Il est également très important de procéder à un dépistage sur plusieurs périodes de temps non standardisées d'un cycle, étant donné que les gérants travaillent selon des styles et avec des générateurs d'alpha différents et que l'on tente de trouver les gérants pouvant apporter une «brique» à la construction d'un portefeuille complémentaire. Un dépistage portant sur des périodes de temps et des scénarios définis au lieu de se baser sur les périodes classiques de cinq ans ou «depuis le début» donne une idée beaucoup plus précise des capacités réelles de générer un alpha ou des caractéristiques stylistiques d'un gérant.

L'objectif ultime, pour un portefeuille de caisse de pensions bien diversifié, ne consiste donc pas seulement à diversifier par le biais des classes d'actifs, autrement dit, par une allocation d'actifs stratégique appropriée, mais de diversifier également au niveau des styles. C'est la condition indispensable pour générer des (sur-)performances complémentaires sur l'ensemble d'un cycle avec les gérants sous-tendus et pour garantir la «neutralité stylistique» d'un portefeuille.

Bien qu'il soit plus facile de balancer le portefeuille au niveau de la classe d'actifs individuelle, il faudrait également s'intéresser à l'approche globale du portefeuille pour tout le spectre des actions et des obligations. Une diversification des facteurs de risque entre la partie actions du portefeuille et celle à revenu fixe où des

gérants défensifs «high yield» compensent par exemple des portefeuilles d'actions avec un bêta élevé, améliore la robustesse du portefeuille global.

### Parfois, le deuxième meilleur est le meilleur

Dans un contexte de plus en plus exigeant, il sera d'autant plus important pour les investisseurs institutionnels tels que les caisses de pensions d'implémenter un tel processus et de ne pas seulement se contenter de trouver le meilleur gérant complémentaire possible pour une classe d'actifs du portefeuille, mais de tenir également compte de la constellation globale du portefeuille.

Ceci afin de construire des portefeuilles stables et stylistiquement neutres à long terme, avec des sources de rendement complémentaires sur l'ensemble du portefeuille, à l'intérieur des différentes classes d'actifs et sur tous les cycles, tout en augmentant en même temps la transparence afin de réduire les interventions de court terme au minimum nécessaire.

Parfois, cela signifie que le gérant qui ne représente apparemment que la deuxième meilleure solution doit être le gérant de premier choix pour une caisse de pensions qui cherche un rendement stable et satisfaisant sur une longue échéance. |

**Robert Curtin**  
**Marco Smelter**