



# Roundtable

Quant Management



## Teilnehmer

- 1 **Hans-Olov Bornemann**, Head of Global Quant Team, SEB Asset Management
- 2 **Dr. Peter Andres**, Geschäftsführer, Signal Iduna Asset Management
- 3 **Maik Rodewald**, Chefredakteur dpn, Financial Times Ltd. (*Moderator*)
- 4 **Bernd Baur**, BBConsulting (*Moderator*)
- 5 **Dr. Marcus Schulmerich**, Senior Product Engineer, State Street Global Advisors
- 6 **Dr. Jochen Kleeborg**, Geschäftsführer, alpha portfolio advisors
- 7 **Tindaro Siragusano**, Leiter Institutionelles Asset Management, Berenberg Bank
- 8 **Professor Dr. Alexander Kempf**, Centre for Financial Research, Universität Köln

## Sponsoren:

Privatbankiers  gegründet 1590  
**BERENBERG BANK**  
*Joh. Berenberg, Gossler & Co. AG*

**SEB**

STATE STREET  
GLOBAL ADVISORS | **SS&A**



**dpn:** Vorhang auf für unseren runden Tisch über quantitatives Asset Management. Unsere Runde ist akademisch geprägt, und Akademiker lieben Definitionen. Also, was ist für Sie Quant?

**Kempf:** Quant ist regelgebundenes Vorgehen. Es gibt klare, vorher definierte Regeln.

**dpn:** Bemerkenswert knackig und prägnant, Herr Professor Kempf. Was sagt der Fondsmanager des Jahres: Herr Bornemann?

**Bornemann:** Bei Quant nutzt man nur Zahlen, bei traditionellen Ansätzen auch Worte und Gespräche. Alles läuft zu 100 Prozent systematisch. Das ist bei traditionellen Anlegern eher nicht so.

**dpn:** Herr Schulmerich und die anderen Herren?

**Schulmerich:** Quant heißt für mich: Der Entscheidungsprozess stützt sich primär auf quantitative Modelle. Stimmungen des Portfolio Managers haben in der Regel keinen Einfluss.

**Kleeberg:** Ich sage: eine strukturierte Verarbeitung der Information, die modellgestützt abläuft, ohne dass der Portfolio Manager mit seinem Bauch eingreift. Quantitativ und fundamental schließt sich dabei nicht aus. Das Gegenteil von Quant würde ich als traditionell bezeichnen.

**Andres:** Mit Quant verbinde ich regelbasierte, systematische Strategien sowie eine modellbasierte und emotionslose Portfoliosteuerung. Dazu zähle ich sowohl Ansätze zur Risikominimierung als auch zur Portfoliooptimierung. Ich würde Herrn Bornemann allerdings widersprechen: Traditionelle Manager können sehr systematisch vorgehen.

**Siragusano:** Dem kann ich nur noch hinzufügen: eine Entscheidungsarchitektur, die in sich geschlossen ist, und ein wiederholbarer Investment-Prozess – zweimal hintereinander der gleiche Input erzeugt jeweils den gleichen Output. Als Gegenbegriff passt für mich eher diskretionäres statt traditionelles Management, wo andere Faktoren wie Worte, Meinungen und Stimmungen von Menschen einfließen und den Output entsprechend verändern.

**dpn:** Herr Kempf betont, Quant-Methoden seien regelgebunden. Kann das nicht auch ein traditioneller Manager sein?

**Bornemann:** Klar, Sie können es versuchen. Der Mensch ist aber von seinen Emotionen beeinflusst. Leider sind emotionale Entscheidungen oft nicht die besten.

**dpn:** Wir definieren hier fleißig, aber das Universum bleibt groß – es reicht von Index-Trackern über Wertsicherungskon-

zepte hin zu aktiven Long-Only-Ansätzen und Hedgefonds. Welche Quant-Ansätze haben Sie über die Jahre überzeugt?

**Kempf:** Grundsätzlich sage ich: Immer, wenn man auf Renditeprognosen verzichtet, spielt der quantitative Ansatz seinen zentralen Vorteil aus. Sobald Punktprognosen für Renditen ins Spiel kommen, wird es zumindest schwierig.

**Bornemann:** Mich überzeugen Ansätze, die nicht nur rein theoretisch sind, sondern auch den gesunden Menschenverstand nutzen, also näher an der Realität sind. Das haben viele Quant Manager missachtet. So kam es zum großen Quant Meltdown im Sommer 2007.

**Siragusano:** Mich haben immer Modelle überzeugt, die Risiko diszipliniert managen. Gerade 2008 hat auch gezeigt, dass die Quant-Ansätze überzeugt haben, die Ideen der Behavioral Finance im Risikomanagement eingebaut hatten.

**Schulmerich:** Herr Siragusano nennt das Stichwort! Genau das ist ein wichtiger Vorteil des Quant-Ansatzes: Sie können das Risikomanagement von Anfang an in den Prozess einbauen. Das ist beim herkömmlichen, fundamentalen Ansatz nicht unbedingt so. Da gibt's zwar noch Risikomanagement oben drauf, aber man kann im Optimierer nicht fest verdrahten, dass man automatisch gezwungen ist, Risikolimiten zu folgen. Und ich

wette, das wird für viele Investoren künftig äußerst interessant.

**Andres:** Ich vertrete hier ja sowohl einen Asset Manager als auch einen Investor und sage einmal ganz provokativ: Ohne Prognosen kommen Sie als Investor doch gar nicht aus. Wir müssen prognostizieren, in welcher Marktphase wir uns befinden, weil die Modelle entsprechend anders funktionieren. Es gibt sicherlich auch Modelle, die alles vollkommen prognoseunabhängig machen – das Jahr 2008 hat aber gezeigt, das es schon entscheidend ist, in welcher Marktphase ich mich befinde, wenn ich ein quantitatives Modell auswähle.

**dpn: Andersherum gefragt: An welche Ansätze glauben Sie nicht? Beispiel Overlay Management: Damit können Sie auf mehr Chance oder weniger Risiko hoffen.**

**Kempf:** Ich glaube, Risikosteuerung und Overlay Management passen wirklich zusammen. Aber Chancenmanagement? Wir sind viel zu optimistisch bezüglich unserer Fähigkeit, Renditen zu prognostizieren. Ich glaube, das meiste Geld wird genau dadurch verbrannt. Ich appelliere an alle: Haltet das Quant Management sauber von Renditeprognosen.

**dpn: Herr Kleeberg, was Herr Kempf sagt, kann Ihnen doch wohl nicht gefallen.**

**Kleeberg:** Es ist ganz einfach: Wer aktives quantitatives Asset Management anbietet, muss sich gut überlegen, für welchen Bereich er das Modell schnitzt. Für das Thema globale Asset Allocation haben Sie relativ wenige Prognoseobjekte. Das aktive quantitative Management lebt aber gerade davon, viele kleine Prognosen zu machen, mit einer Treffsicherheit von vielleicht 55 Prozent, und einfach über die Häufigkeit der Prognose eine relativ stetige, wenn auch kleine Outperformance zu liefern. Die Ergebnisse über alle Manager zeigen: Quant ist etwas langweiliger als aktiv fundamentales Management, die Ergebnisse sind dafür konstanter.

**Kempf:** Herr Kleeberg, was Sie in Ihrer eigenen Dissertation gemacht haben, nämlich Risikoprognosen statt Renditeprognosen, finde ich viel überzeugender als Ihre Geschichte mit den vielen kleinen Wetten. Wenn eine Wette nicht geht, gehen auch viele kleine nicht besser.

**Kleeberg:** Doch. Die notwendige Bedingung ist aber ein werthaltiges Prognosemodell – der Informationskoeffizient muss positiv sein. Und dann muss ich das Rad oft drehen.

**dpn: Aber stärker streuen und kleinere Wetten eingehen, das kann ich doch auch erfolgreich mit einem traditionellen Ansatz.**

**Kleeberg:** Das stimmt in der Theorie schon – wobei die Praxis einfach eine andere Sprache spricht. Warum? Das hat erstens damit zu tun, was Sie vorhin sagten, Herr Kempf: mit der Overconfidence. Wenn ein Fondsmanager mit einem Vorstand spricht und daneben das Geschäftsmodell sauber analysiert, dann hat er irgendwann Mumm auf einen Wert und kauft ihn. Zweitens, Quant Manager arbeiten



*Wie ein goldener Bulle sieht er nicht aus, eher wie eine graue Eminenz, die freilich bemerkenswert lebhaft ist und auch mal richtig lachen kann, fast wie ein Kind. Und vielleicht ist es gerade diese Seite von Hans-Olov Bornermann, das ihn ungern zu theoretisch werden lässt und ihn davor warnt, der Theorie mit all ihren Vereinfachungen und Annahmen zu schnell aufzusitzen. Wenn dies das Geheimnis für seine diversen Preise in diesem Jahr ist, unter anderem für den „Goldenen Bullen“ der Anlegerzeitschrift Euro Finanzen, dann hat der Schwede mit seinem fünfköpfigen Team in Stockholm noch einige Jahre Outperformance vor sich. In seiner Bank hat er schon Kultstatus – kein Wunder, „sein“ Fonds ist schließlich der erfolgreichste in der 150-jährigen Geschichte der SEB. MRO*

sehr effizient. Ist das Modell einmal konstruiert, können Quants quasi auf Knopfdruck schnell und viel wetten. Der fundamentale Manager ist Kraft seiner zeitlichen Ressourcen beschränkt auf weniger Wetten. Jedenfalls dann, wenn er seinen Job in der gebotenen Tiefe macht.

**Schulmerich:** Stellt sich natürlich die Frage, auf welche Titel sich der traditionelle Fondsmanager fokussiert. Oftmals sind das dann nämlich die großen, bekannten. Kleinere Werte werden nicht so genau beobachtet, sie fallen aus dem Raster. Die meisten Renditechancen haben Sie aber gerade mit Small und Mid Caps.

**dpn: Stopp. Dann konfrontiere ich Sie mit einer Aussage: Quant-Modelle gewichten Large Caps und defensive Titel eher unter, Small und Mid Caps sowie volatile und zyklische Aktien eher über. Ist die Frage, ob der Investor das auch weiß und will.**

**Schulmerich:** Wer hat das gesagt?

**dpn: Jeroen Kakebeeke, in einem White Paper, das im September 2008 veröffentlicht wurde. Zugegeben, man muss den Herrn nicht kennen. Aber vielleicht seine Einrichtung, Grafische Bedrijfsfondsen aus Amsterdam. Die verwaltet immerhin 9 Milliarden Euro.**

**Schulmerich:** Ich kenne das Paper nicht, deshalb kann ich dazu nichts sagen. So allgemein möchte ich seine Aussage aber nicht stehen lassen. Ein Bias hängt immer auch von der Investment-Philosophie des Quant-Hauses ab. Bei uns – also bei SSgA – werden die Quant-Aktienfonds zum Beispiel so strukturiert, dass sie hinsichtlich Stil, Marktkapitalisierung und Beta neutral zur Benchmark sind. Vor allem gibt es keinen Bias hinsichtlich Small, Mid und Large Caps versus die Benchmark.

**Kleeberg:** Für Small Caps ist die Aussage von Herrn Kakebeeke richtig. Wegen der Leerverkaufsrestriktion in Verbindung mit der großen Anzahl an Einzelwetten haben Quant Manager ein statistisch signifikantes Übergewicht von Small Caps. Kleine Titel lassen sich in der Long-Only-Welt eben nur marginal untergewichten, wohl aber deutlich übergewichten. Das zeigt sich auch immer wieder bei unseren Stilanalysen.

**Andres:** Aber wenn der Investor über ein Modell plötzlich in Titel investiert, die er gar nicht erwartet, dann läuft irgendetwas falsch. Der Investor muss doch verstehen, wie das Modell funktioniert. Es darf keine Black Box sein. Ich glaube aber, dass die meisten Investoren einigermaßen verstehen, was sie von den Modellen erwarten können. Wenn nicht, liegt das nicht an den Modellen.

**dpn:** Ob es die meisten begreifen, kann niemand sagen. Dass manche Investoren das Wirken und Tun der Quants als Black Box empfinden, ist Fakt.

**Kempf:** Also ich wünsche mir, dass es für denjenigen, dem ich mein Geld anvertraue, zumindest keine Black Box ist (*allgemeines,*



Ende der 1980er Jahre war es „in“, BWL zu studieren. Einer der Lemminge war auch Peter Andres. Anders als viele verschrieb er sich aber nicht dem Marketing oder sonstigen wachsweißen Dingen, sondern der Mathematik, Statistik & Ökonometrie. Gut für die Signal Iduna und die Siam, seinem Arbeitgeber, des mit 30 Milliarden Euro größten norddeutschen Asset Managers – denn so wird niemand den 40-jährigen Hessen mit simulierten Wertentwicklungen übers Ohr hauen können. Bei Dr. Peter Andres muss man aber auch aus anderen Gründen ziemlich aufpassen: Wer nach ihm seine Datenbank durchforstet und ihm schludrig Emails schreibt, bekommt unverhofft Antwort vom Stifterverband in Essen – von „Namensvetter“ Peter **Andres**. MRO

*lautes Gelächter*). Man muss schon verstehen, welche Idee einer Regel zugrunde liegt, welche Risiken sie enthält und wann sie funktioniert. Sie werden keine Regel finden, die immer gut funktioniert – da bin ich bei Dr. Andres.

**dpn:** Quant-Konzepte müssen gut erklärt werden. Herr Siragusano, wie stellen Sie sicher, dass Ihre Kunden Sie verstanden haben?

**Siragusano:** Zum Thema Black Box ...

**dpn:** ... wollen Sie jetzt sagen, dass der Begriff zu hart ist ...

**Siragusano:** Das auch, ja. Aber noch etwas: Jede Strategie hat eine ganz eigene Charakteristik, sozusagen ein eigenes Auszahlungsprofil. Und das muss der Kunde verstehen. Meine Idealvorstellung ist: Der Kunde weiß schon, ob es gut oder schlecht gelaufen ist, bevor er von uns einen Performance-Bericht bekommt. Dann ist es keine Black Box mehr.

**Schulmerich:** Was verstehen Sie eigentlich unter Black Box? Der Kunde weiß doch im Zweifel bloß nicht, wie ein Quant-Modell ganz genau arbeitet. Also mir ist völlig klar, dass der Asset Manager sein proprietäres Wissen nicht weitergeben will. Das scheinen auch andere Unternehmen so zu sehen: Coca-Cola schreibt doch die Formel für Coke auch nicht auf die Flaschen.

**dpn:** Warren Buffett würde dann bei Ihnen nicht kaufen – er kauft ja nur, was er versteht, wie er behauptet.

**Schulmerich:** Dann soll er mal kommen – er hat mich jedenfalls noch nicht gefragt (*allgemeines Gelächter*). Schauen Sie sich einmal einen traditionellen, fundamentalen Asset Manager an: Kann der nachprüfbar zeigen, was er warum macht? Das ist doch viel eher eine Black Box.

**dpn:** Aber der Kunde kann jederzeit mit seinem Portfolio Manager sprechen.

**Schulmerich:** Das stimmt, aber kann der genau sagen, warum ein Titel übergewichtet wurde, und nicht der andere, und wieso genau um beispielsweise 10 statt 12 Basispunkte? Ich behaupte, er kann es nicht. Und der Quant? Der kann's! Deshalb würde ich sagen: Die Black Box ist ein Merkmal für den herkömmlichen Manager.

**Siragusano:** Und anrufen kann der Kunde auch beim quantitativen Manager! Dann kann er sehr klar und nachvollziehbar darlegen, weshalb welche Entscheidung wie getroffen wurde.

**dpn:** Das können Sie dem Kunden innerhalb eines Tages sagen?

**Siragusano:** Ja. Und wir dürfen nicht vergessen: Ein Quant-Ansatz lebt auch immer von einem Menschen, der die Eigenschaften zum Kunden transportiert. Es ist ganz entscheidend, dass gerade Quant durch einen Manager ein Gesicht bekommt, eben weil es als Black Box gebrandmarkt ist.

**dpn:** Herr Bornemann, sprechen Sie ein Machtwort in unserer Black-Box-Debatte, bitte.

**Bornemann:** Sie wissen doch, Herr Rodewald, ich bin Schwede – wir bemühen uns um Konsens, wir gleichen aus. Also: Warum kauft ein Kunde überhaupt ein Produkt von einem Asset Manager? Erstens, wegen des Track Records. Zweitens, er hat Vertrauen. Drittens, er findet Quant-Ansätze gut. Das hängt ab von seiner Erfahrung, von seinem Interesse für Zahlen. Natürlich ist sein Interesse größer, je besser der Quant Manager abgeschnitten hat. Mein Fazit: Es gibt schlechte und gute Erfahrungen mit traditionellen sowie mit quantitativen Ansätzen. Da gibt es also keinen Unterschied. Es hängt einfach sehr viel vom Manager ab. Durchschnittliche Performance-Zahlen von Quant oder nicht Quant findet niemand so interessant, denn wer würde schon freiwillig einen durchschnittlichen Asset Manager anheuern?

Zur Frage der Black Box: Natürlich gibt es hier einen Trade-off zwischen der Öffentlichkeit des Modells und der Gefahr der Nachahmung. Ich behaupte, dass viele zu offen waren mit ihren Modellen bis 2007. Das hat zu Copycats geführt – im Endeffekt war dann zu viel Geld in denselben Strategien, was zum Meltdown im August 2007 führte. Andererseits: Die Kunden werden kein Vertrauen aufbauen, wenn der Manager als totale Black Box erscheint und gar nichts preisgibt. Ein schmaler Grat – wie vieles im Leben.

**dpn:** Haben Sie auch schon schlechte Erfahrungen mit Quant gemacht, Herr Andres?

**Andres:** Ja, gerade im vergangenen Jahr. Wenn plötzlich Ergebnisse abgeliefert werden, die man nicht erwartet, und der Asset Manager die Abweichungen dann nicht erklären kann, so geht das gar nicht. Dann muss er das Modell eine Zeit lang neutral zur Benchmark stellen, um herauszufinden, warum es nicht funktioniert. Das haben wir als Kunde dann getan – aber eigentlich erwartet man das von dem Asset Manager. Deswegen, Herr Siragusano: Kommunikation ist wichtig, aber ich stelle mir eigentlich vor, dass nicht der Kunde den Asset Manager anruft, sondern andersherum.

**dpn: Herr Kleeberg, Sie vertreten doch auch Kundeninteressen. Haben Sie vom Thema Quant enttäuschte Kunden?**

**Kleeberg:** Ich würde das unterschreiben, was Herr Bornemann gesagt hat. Beide Ansätze, also quantitativ und traditionell, sind für Kunden a priori wahrscheinlich nicht vollumfänglich nachvollziehbar, und beide können auch enttäuschen. Ich glaube, ein traditioneller Manager kann am Ende immer eine Geschichte über einen Titel erzählen, der spricht auch eher die rechte Gehirnhälfte an, also die Emotion. Er kann die Beweggründe für den Kauf einer einzelnen Aktie sehr gut transportieren. Bei einem Quant habe ich den Vorteil, dass ich systematisch anhand des Modells zeigen kann, was ich warum wie gemacht habe. Schwieriger ist es für einen Quant, eine Aussage für einen einzelnen Titel zu treffen, weil der Prozess nicht bei der Prognose aufhört, sondern auch systematisch die Risikostrukturen hinterher bei der Optimierung im Portfolio verdrahtet, also die Varianz-Kovarianz-Beziehungen berücksichtigt werden. Am Ende muss der Quant Manager also immer eine eher technisch geprägte Diskussion mit dem Kunden führen. Dann ist es wichtig, die Sprache des Kunden zu sprechen. Denn was ich nicht verstehe, das will ich auch nicht besitzen.

**dpn: Für welche Kunden sind Quant-Ansätze denn interessant?**

**Kleeberg:** Grundsätzlich für jeden Kunden.

Am Ende ist wichtig, auch hier auf Diversifikation zu setzen, also traditionelle Manager mit Quant Managern zu kombinieren. Das haben gerade auch die vergangenen Jahre gezeigt: Es gibt einfach Phasen, die für Quants sehr schwer waren, zum Beispiel die zweite Jahreshälfte 2007 und 2008.

**dpn: Kann man sagen, in welchen Marktphasen Quants gut abschneiden und in welchen schlecht?**

**Kleeberg:** Tendenzen kann man erkennen, ja. Wir haben einmal aus unserer Datenbank die Composites für Aktien Europa herausgegriffen. Die aktiv quantitativ gesteuerten Composites, 2008 waren das 35, haben im Median eine Outperformance von 145 Basispunkten geliefert. Die aktiv traditionell gesteuerten Composites – 97 – haben im Median 3,12 Prozentpunkte mehr erzielt als die Benchmark. Wichtig ist der relative Renditeunterschied zwischen beiden: 2008 waren die Composites der Quants im Schnitt gut 1,5 Prozentpunkte schlechter als die der Traditionellen; im Jahr vorher war es ähnlich. Davor gab es eine Phase, in der die Quants Jahr für Jahr bis einschließlich 2001 besser funktionierten. In den Jahren 1999/2000, als der Markt sehr stark durch Trends und Emotionen getrieben war, sind die traditionellen Ansätze wieder besser zurechtgekommen.

**dpn: Und was ist 2007 passiert?**

**Kleeberg:** Das Deleveraging vieler Hedgefonds – ausgelöst dadurch, dass die Quants auf die gleichen Daten schauen und ähnliche Faktoren kalibrieren – drückte gerade auch auf die Preise solcher Aktien, die nach den Modellen attraktiv erschienen. Stellen Sie sich mal vor, Sie hätten in so einer Marktphase nur quantitative Ansätze gehabt.

**dpn: Quantitative Modelle mögen keine Strukturbrüche an den Märkten. Genau das droht uns aber immer häufiger. Wird quantitatives Portfolio Management also immer unattraktiver?**

**Schulmerich:** Da stellen Sie natürlich genau die richtige Frage. Wir reagieren darauf, in-



*„Ich reise viel“, sagt der 38-jährige Marcus Schulmerich, und sein CV verrät, warum: Wenn immer ein institutioneller Kunde in Kontinentaleuropa „Quant“ ruft, ist sein Input für State Street wichtig. Dazwischen doziert er regelmäßig zwischen Reben und Rhein sowie zwischen Hopfen und Isar – an der European Business School (ebs) im Rheingau und an der Hochschule München. Und seine Station am Massachusetts Institute of Technology, wo der gelernte Mathematiker seinen MBA an der berühmten Sloan School of Management machte, verrät, dass er nicht erst seit gestern vernetzt und international denkt. Vor State Street betreute er bei Pimco europäische Credit-Produkte und kümmerte sich um Commodities und steuersensitive Fonds. MRO*

Ein traditioneller Manager spricht eher die rechte Gehirnhälfte an, also die Emotion.

Faktoren kalibrieren – drückte gerade auch auf die Preise solcher Aktien, die nach den Modellen attraktiv erschienen. Stellen

dem wir noch mehr in die Entwicklung der Modelle investieren. Wir haben eine Einheit aufgebaut, insgesamt über 40 quantitative Forscher, die tagaus, tagein Modelle entwickelt und verbessert. Wir müssen in die Forschung und Entwicklung noch mehr Gehirnschmalz stecken und auch an Faktoren denken, die heute noch abwegig scheinen. Das ist das A und O für jeden Quant: Er muss sein Modell systematisch verbessern, wenn es nötig ist.

**Siragusano:** Ich denke auch: Die Modelle werden verfeinert – die Historie wird länger, wir sind schlauer geworden, und das wird sich in den Modellen niederschlagen.

**dpn: Und „verfeinert“ bedeutet, dass die Ergebnisse stärker streuen werden? Ich fra-**

ge, weil doch gerade das gleichlaufende Verhalten von quantitativen Ansätzen ein Problem war? Herr Kempf?

**Kempf:** Sorry, aber ich bin seit einer Viertelstunde völlig anderer Meinung als alles, was hier gesagt wurde (*allgemeines Gelächter*).

**dpn: Na, dann los.**

**Kempf:** Nicht quantitativ ist eine Black Box, sondern qualitativ. Ein Portfolio Manager, der sich rühmt, dass er sich immer mit dem Chef eines Unternehmens unterhält, sich dann gut fühlt und daraufhin kauft, das ist doch wirklich eine Black Box. Es bleibt völlig im Dunkeln, nach welchen Kriterien er auswählt.

**Andres:** ... Ich widerspreche ...

**Kempf:** Der Quant dagegen hat eine Regel, zum Beispiel: Wenn der CEO über 45 und mit einer blonden Frau verheiratet ist, dann ist das gut. Die Regel mag völlig unsinnig sein. Aber verstehen Sie, was ich meine? Ich habe eine Information, nach welchen Kriterien er vorgeht. Das erlaubt es mir viel besser, die zukünftige Trefferwahrscheinlichkeit vorherzusagen.

**Andres:** Stopp. Wir reden auch hier viel zu pauschal über quantitativ und nicht quantitativ. Unsere nicht quantitativen Ansätze sind beispielsweise schon sehr systematisch. Wir machen ein fundamentales Vor-Screening nach definierten Kriterien, in gewisser Art und Weise auch regelgebunden – aber dann kommt auch noch das menschliche Overlay dazu. Sie würden jetzt sagen, das ist nicht gut. Aber dieses Overlay macht in vielerlei Hinsicht richtig Sinn – da schauen wir uns noch einmal Charts an und hinterfragen, ob die Ergebnisschätzungen der Analysten zur Welt passen, die wir sehen oder erwarten. Ich bin bei Ihnen, dass der hauptsächlich bauchgetriebene Manager mal gut, mal weniger gut sein kann, davon bin ich auch kein Fan. Aber nicht alles, was nicht quantitativ ist, ist automatisch bloß noch Unsinn. Außerdem reden wir bislang ausschließlich über Aktien. Bei Renten lieferten Quant-Ansätze zuletzt bessere Ergebnisse als bei Aktien. Man muss also sehr differenzieren.

**dpn: Herr Kempf, waren Sie zu holzschnittartig?**

**Kempf:** Ich glaube, ich habe keinen Dissens mit Herrn Andres, sondern eher mit Herrn

Schulmerich. Bei aller Hoffnung in Ihre 40 Experten und komplizierten Modelle: Ich glaube, es bringt wenig. Ich arbeite lange genug mit Modellen und weiß, es sind sehr sensible Tierchen. Im Asset Management versuchen zu viele Leute zu viel herauszuquetschen aus zu wenig Struktur in den Daten. Ich glaube, der Trend sollte woanders hingehen: zu robusten Modellen. Die produzieren in guten Phasen vielleicht bescheidenere Resultate, aber dafür machen sie mir in anderen Phasen keinen Unfug. Also, lasst den letzten Tropfen Alpha ruhig im Handtuch. Es lohnt sich.

**dpn: Also die Modelle eben nicht verfeinern?**



*„Der Sizilianer“ – Hand aufs Cuore, dabei denkt man doch eher an Mafia, Pizza und Ragazzi als an eine feine Hamburger Privatbank, und schon gar nicht an Quant Management. So etwas nennt man Markt-nische, und der in Nürnberg geborene italienische Staatsbürger Tindaro Siragusano weiß sie zu nutzen: Mit erst 33 Jahren leitet er das institutionelle Asset Management der feinen hanseatischen Adresse. Mit seiner offenen Art ist er das Gegenstück zu den Quants Anfang der 1990er, die Jochen Kleeberg an unserem Roundtable als „vom Naturell eher introvertierte Zahlenmenschen“ beschreibt, die sich noch schwergetan hätten, beim Kunden den richtigen Nerv für quantitatives Management zu treffen. MRO*

**Kempf:** Richtig.

**Kleeberg:** Aber das ist doch kein Widerspruch, Herr Kempf. Verfeinern, um es robuster zu machen.

**Kempf:** Ich hatte vernommen, Sie wollten längere Zeiträume betrachten und weitere vermutlich schwer zu prognostizierende Faktoren hinzunehmen. All diese Portfoliooptimierungsmodelle sind – vorsichtig gesagt – sehr prognosesensitive Instrumente.

**dpn: Was soll denn robust sein?**

**Kempf:** Die Basisidee, seine Risiken zu streuen, ist robust.

**Schulmerich:** Aber die Robustheit kommt doch gerade dadurch, dass man sich mehrere Faktoren anschaut und die dann diversifiziert im Modell. Zehn Faktoren zusammen sind robuster als drei.

**Kempf:** Und was bekommen Sie, wenn Sie ganz viele Faktoren haben? Wenn ich in allen Aktien ganz winzige Wetten eingehe, dann habe ich wieder den Markt.

**Siragusano:** Immerhin, das ist doch ziemlich robust (*Gelächter*).

**Kempf:** Ja, aber das bedeutet auch, sich einzugestehen: Ich kümmere mich nicht mehr um Alpha. Andererseits bekommen Sie kein robustes Modell, wenn Sie versuchen, Ihr Alpha gnadenlos zu maximieren. Ich plädiere hier für mehr Bescheidenheit, das ist mein Punkt.

**Bornemann:** Diese Bescheidenheit stimmt überein mit dem gesunden Menschenverstand, den ich vorhin erwähnte. Die größten Fehler werden dann gemacht, wenn man von der Theorie ausgeht und nicht von der Wirklichkeit. In der Theorie funktioniert alles: Die Märkte sind liquide, die Prognosen sind präzise und es gibt keine Kontrahentenrisiken. Die Realität sieht aber anders aus. Das erklärt auch, warum kleine realitätsnahe Investment Teams in den vergangenen Jahren viel besser abgeschnitten haben als die großen theoretischen Investment-Firmen. Markowitz- oder Mean-Variance-Optimierung ist nicht immer das Gelbe vom Ei. Crowded Trades in illiquiden Instrumenten lösen früher oder später Marktlawinen aus – das ist schwer zu modellieren, das ist aber die Realität.

**Siragusano:** Es klang schon an, aber ich will noch mal dafür trommeln: Lasst uns die Overlay-Modelle nicht vergessen. Gerade die

haben 2007 und 2008 sehr gut überstanden. Warum: Weil Sie menschliches Verhalten modellieren. Hätten Sie Ihre Untersuchung auf Overlay-Strategien beschränkt, Herr Kleeberg, dann wäre zumindest für die vergangenen beiden Jahre sicherlich etwas anderes herausgekommen: Quantitative Manager hätten die Nase vorne gehabt.

**dpn:** Herr Andres hat gerade die Augenbrauen verzogen. Sie sind kein Fan von Overlay?

**Andres:** Doch, doch! Ein großer Fan sogar. Für mich heißt Overlay Beta-, Durations- und Währungssteuerung. Wir haben vor Jahren unser gesamtes Fondsuniversum darauf umgestellt. Ich würde es aber niemals auf ein rein quantitativ gestaltetes Overlay-Konzept aufbauen. Wenn das Risikobudget bei uns geringer wird, nehmen wir Risiko raus, das ist aber nicht so klar regelbasiert wie bei einem Quant-Ansatz, es hängt auch stark von unserer Marktmeinung ab. Es hat im vergangenen Jahr sehr gut funktioniert. Ich teile aber die Meinung von Herrn Siragusano, dass im Overlay Management Quant-Modelle sehr sinnvoll sind; für uns als Ergänzung dienen auch Wertsicherungskonzepte. Wertsicherungsstrategien werden künftig sicher sehr stark nachgefragt werden, marktneutrale Konzepte ebenfalls. Es muss nur jeder Investor für sich selbst beurteilen, deshalb habe ich vielleicht die Augenbrauen bewegt.

**Kleeberg:** Für mich ist Overlay erst einmal primär systematisches Risikomanagement, Stichwort Wertsicherung. In Ihrem Fall, Herr Dr. Andres, haben Sie vermutlich irgendwelche Trigger-Punkte und Risikobudgets definiert.

**Andres:** Genau.

**Kleeberg:** Und Sie steuern das dann für sich selber aus.

**Andres:** Korrekt, das geht nicht anders. Overlay Management, das nicht quantitativ steuert, können Sie nur im eigenen Haus machen, weil ein Dritter Ihre Probleme, Restriktionen und Asset-Liability-Vorgaben nicht versteht.

**Kleeberg:** Allerdings müssen Sie sich dann am Ende wirklich auch an Ihre Regeln halten. Wenn Sie das nicht machen, kommen Sie in eine Situation, die kognitive Dissonanzen beim Entscheider auslöst – und da kommt in der Regel nichts Gutes raus.



*Er kennt im Asset Management Gott und die Welt. Das liegt zum einen an seiner Promotionsarbeit zum Minimum-Varianz-Portfolio, die quasi in jedem ernstzunehmenden Buch über Portfoliomanagement zitiert wird. Zum anderen verdankt der 43-Jährige das dem Einfall, seine Leidenschaft zu Geld zu machen und nicht nur zu beraten, sondern auch akademische Literatur und Seminare anzubieten. Seine Ehefrau, Dr. Dorte Uhlenbruch, lieh ihm ihren Namen, und so war der Uhlenbruch Verlag geboren. Der sitzt heute ebenso wie alpha portfolio advisors in Bad Soden. Wer ihn kennenlernt, diesen schnell schaltenden, umtriebigen Unternehmer par excellence, der weiß auch warum: Bad Soden gilt als Deutschlands Gewerbesteueroase. MRO*

**Andres:** Aber, Herr Kleeberg, das Overlay Management macht in einem Versicherungsportfolio 90 Prozent der Gesamt-Performance aus, weil da die Risikosteuerung gefahren wird. Und das können Sie meines Erachtens als Versicherer nicht an andere außer Haus geben, weil Ihre Performance so stark davon abhängt. Das ist unsere Kernkompetenz, denn eines der wichtigsten strategischen Geschäftsfelder eines Versicherers ist nun einmal das Asset Management. Da wird definiert, ob ich als Versicherer langfristig erfolgreich bin oder nicht. Wenn Sie als Asset Manager in einer Relative-Return-Welt groß geworden sind, können Sie definitiv kein Asset Management für einen Versicherer machen. Das geht nicht, das stellen wir auch immer wieder fest. Deswegen müssen Sie be-

greifen: Was ist Asset Liability Management und warum muss ich in manchen Entscheidungen komplett gegen die eigene Marktmeinung agieren? Aber ich kann selbstverständlich gezielte Mandate in Subfonds an Dritte vergeben, die nach relativem Return arbeiten.

**dpn:** Zur Manager-Auswahl: Mit welcher Frage entlarven Sie einen schlechten Quant Manager? Herr Bornemann fängt an.

**Bornemann:** Mit Hilfe welcher Faktoren haben Sie die Überschussrenditen erzielt?

**Andres:** Welche Schwächen hat Ihr Modell, und für welche Marktphasen ist es besonders geeignet?

**Siragusano:** Beschreiben Sie in einem Satz die Charakteristik des Modells.

**Kempf:** Wo steht der Dax in einem Jahr? (*allgemeines Gelächter*)

**Schulmerich:** Wie sieht es mit den Überschreibungsmöglichkeiten des Quant Outputs durch den Portfolio Manager aus? Wann darf er wie oft überschreiben und wie erfolgreich war das Überschreiben?

**Kleeberg:** Wie kommen Sie zu den Faktoren, die für die Renditeprognosen aus dem Quant-Modell heraus relevant sind – mit welchen Daten, über welche Zeiträume, und wie haben Sie das Ganze überprüft?

**dpn:** Wir erhören jetzt Herrn Siragusanos Rufe, doch bitte nicht nur Aktien zu betrachten. Welche Asset-Klassen sind quantitativ noch nicht ausreichend erschlossen?

**Kleeberg:** Credits. Da gibt es fast noch nichts. Das ist auf demselben Stand wie bei den Aktien Anfang der 1990er Jahre. Wo bereits viel Geld mittels Quant-Ansätzen gesteuert wird, hat es ein Quant verhältnismäßig schwer, da die Modelle der verschiedenen Anbieter alle auf den gleichen Daten aufsetzen und somit zu ähnlichen aktiven Positionen kommen. Die Credit-Seite ist sehr interessant, weil dort bislang kaum mit Quant-Ansätzen gearbeitet wird, trotzdem aber viele Prognoseobjekte vorhanden sind. Da steckt Wachstumspotenzial für Asset Manager.

**Siragusano:** Künftig wird das Risikomanagement stärker in den Fokus rücken, zum Beispiel in einem Overlay. Hier wirklich ein Beta Management durchzuführen, den Wunsch verspüre ich auch bei den Kunden immer

mehr. Das ist sinnvoll, weil 80 bis 90 Prozent der Performance aus der Allokation der Betas rühren. Wir sehen auch Nachfrage nach quantitativen Modellen für Rohstoffe, darunter Gold und Öl. Das ist alles noch sehr bauchgesteuert, ähnlich wie bei Währungen.

**Andres:** Bei Commodities sehe ich ebenfalls fast keine Quant-Konzepte. Da könnte durchaus mehr kommen.

**Bornemann:** Achtung, nicht lachen: Ich habe eine Anekdote aus den USA. Dort gibt es Weinhersteller, die quantitative Ansätze ausprobiert haben.

**Kempf:** Das passt, ist ja auch ein liquides Instrument (*Gelächter*).

**Bornemann:** Die Hersteller wollten natürlich möglichst Weine produzieren, die den Geschmack treffen und hohe Preise bringen. Sie haben tatsächlich einen entsprechenden Faktorenmix gefunden – das war also erfolgreich. Ich habe auch schon gehört, dass man in der Musik diese Methoden benutzt, also Quant-Methoden fürs Komponieren einsetzt – ich kann mir gut vorstellen, dass man mit größerer Wahrscheinlichkeit Hits komponieren kann.

**dpn:** Herr Bornemann. Auf diesem Feld sind die Deutschen führend – Dieter Bohlen macht das schon seit Jahrzehnten (*Gelächter*).

**Wir wechseln das Thema: Vom Homo Oeconomicus verabschiedet sich die ganze Finanzdienstleistungsbranche langsam, aber sicher seit einigen Jahren. Verhaltensökonomische Ideen kommen stärker zum Zuge. Was bedeutet das für Quant-Ansätze?**

**Kempf:** Es gibt diesen Paradigmenwechsel, ja. Behavioral Finance wird sich in den Faktoren der Quant-Modelle widerspiegeln, wenn es systematisch ist, und kann dann auch in den Faktoren beobachtet werden. Deshalb glaube ich nicht, dass sich der Paradigmenwechsel negativ auf quantitative Ansätze auswirkt. Wir verstehen dann einfach besser, warum die Faktoren sich so verhalten, wie sie sich verhalten.

**Kleeberg:** Ich denke, die Behavioral Finance war letztlich der Katalysator für quantitatives Management, nämlich für den Vertrieb. In den 90ern haben sich Quants unheimlich schwergetan, ihre Produkte zu verkaufen. Die mathematisch und modellorientierten Verkäufer, vom Naturell eher introvertierte Zah-



*Geht es nach Alexander Kempf, dann dürften quantitative Ansätze und Renditeprognosen etwa so gut zusammenpassen wie Parmesan und Reis: Die Kombination ist nicht abwegig und es mag sie auch geben, aber seinen großen Vorteil spielt der Parmesan eben auf Nudeln aus, nicht auf Reis. Die Hoffnung, dass sich das irgendwann ändern könnte, schürt er bei keinem der anderen Roundtable-Teilnehmer. Sein Fazit lautet also: mehr Bescheidenheit beim Umgang mit Quant-Ansätzen! Dass vom Urteil des bald 46-jährigen Professors einiges zu halten sein sollte, zeigen seine vielfältigen, universitätsübergreifenden Ämter und seine Nähe zum akademischen Patron, bei dem er promovierte: bei Professor Wolfgang Bühler in Mannheim. MRO*

lenmenschen, hatten große Schwierigkeiten, beim Kunden den richtigen Nerv zu treffen. Mit der Behavioral Finance haben sie eigentlich ein ideales Vehikel gefunden, wie sie die andere Seite des Tisches erreichen können. Das hat die Akzeptanz der Modelle sehr gefördert.

**Schulmerich:** Quant kann einerseits die Behavioral-Finance-Problematik vermeiden, andererseits kann man Faktoren speziell in diese Richtung entwickeln, dass man das sogar ausnutzt. Es wird noch mehr passieren in dieser Richtung.

**Kempf:** Die Behavioral Finance hat im Moment noch eine eher zerstörerische Kraft, sie hält uns den Spiegel vor und sagt uns, dass die Menschen nicht vollständig rational han-

deln. Die positive Kraft, von der auch Herr Schulmerich gerade sprach, ist noch nicht voll erschlossen.

**dpn:** Die wichtigste Frage zum Schluss. Was haben Sie heute gelernt?

**Andres:** Ich bin bestätigt worden, dass es zur Stildiversifikation keine Alternative gibt – in ein Portfolio gehören quantitative und traditionelle Ansätze.

**Kleeberg:** Dass man heute über dieses Thema viel tiefer und kenntnisreicher diskutieren kann als vor zehn Jahren.

**Kempf:** Dass es für Sie alle offensichtlich schwierig ist sich von der Hoffnung zu verabschieden, dass Sie gut prognostizieren können – diese Hoffnung kam doch immer wieder durch, wie ein Stehaufmännchen (*allgemeines Gelächter*).

**Schulmerich:** Die Diskussion hat mich trotz Herrn Kempfs punktueller Skepsis bestätigt, dass Quant seine Berechtigung hat, aber auch, dass wir Quant-Produzenten nicht stillstehen dürfen. Die Modelle müssen sich neuen Faktoren, Ideen und Gegebenheiten öffnen und ständig weiterentwickeln.

**Siragusano:** Erstens, dass Quant doch immer noch als eigene Asset-Klasse gesehen wird. Es ist aber ein Stil, mit dem ich verschiedene Asset-Klassen oder Herangehensweisen verwalten kann, wie etwa Relative oder Absolute Return. Das muss man vielleicht noch stärker nach außen transportieren. Zweitens, dass man sehr viel unter Quant subsumieren kann. Und drittens, Stildiversifikation ist unerlässlich; dass Herr Andres es auch so sieht, freut mich.

**dpn:** Vielen Dank, meine Herren. Es hat Spaß gemacht, mit Ihnen zu diskutieren. Herr Bornemann, Sie hatten die weiteste Anreise, aus Stockholm. Dafür haben Sie jetzt auch das letzte Wort.

**Bornemann:** Die Diskussion war hervorragend. Als Menschen versuchen wir die Dinge so weit wie möglich zu vereinfachen. Das ist auch okay so – die Welt ist sehr komplex. Manchmal gehen wir dabei aber zu weit und vergessen den Unterschied zwischen Theorie und Realität. Das ist gefährlich. Wenn wir uns mehr mit der Realität auseinandersetzen, werden wir viel erfolgreicher sein. Das gilt für viele Menschen, aber vor allem für uns Quants.