



LBBW

Bereit für Neues

Thematischer CIO View

Optimales Design von Investmentkomitees

Dr. Bernd Scherer
Mitglied der Geschäftsführung
LBBW Asset Management

16. Mai 2023 | Ausgabe 1/2023

Sehr geehrte Investoren,

mit unserem "Thematischem CIO View" analysieren wir branchenrelevante Themen, geben Ihnen eine Unterstützung bei der Einordnung und Bewertung. Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre. „Have no fear of perfection - you will never reach it“ Salvador Dali



Die Geschäftsführung der
LBBW Asset Management
Uwe Adamla (Vorsitzender)
Dr. Dirk Franz
Dr. Bernd Scherer



Optimales Design von Investmentkomitees

Investmentkomitees (IKs) sind bei Vermögensverwaltern, institutionellen Anlegern und Family Offices weit verbreitet. Schlecht konzipierte Anlageausschüsse bergen daher die Gefahr erhebliche Werte in der Vermögensverwaltungsbranche zu vernichten. Dennoch wurde bisher nur wenig zu ihrer optimalen Ausgestaltung geforscht. Auf Basis meiner 30-jährigen Erfahrung als Investor, CIO und akademischer Forscher weiß ich, dass typische Investmentkomitees mit vielen Herausforderungen einhergehen. Qualitative Gruppendiskussionen

als Mittel der Konsensusbildung, führen aus meiner Sicht zu Verzerrungen (Group Shift Bias), Anreizproblemen (Trittbrettfahrer) und Aggregationsproblemen (mangelnde Berücksichtigung aller Investmentthesen). Wie können wir sicherstellen, dass alle Informationen gleichermaßen in den Anlageausschuss einfließen?

Meiner Meinung nach, können wir wissenschaftlichen Erkenntnisse der Sozialpsychologie nutzen, um abzuleiten, wie Investmentkomitees bessere Anlageentscheidungen treffen können. Ich empfehle einen algorithmischen Konsens zu schaffen. Anstelle von informellen qualitativen Diskussionen gegen Ende einer Sitzung des Investmentkomitees, wird ein Durchschnitt aus den anonymen Portfolios der Mitglieder gebildet.

Vor allem Gruppenpolarisierung ist ein Phänomen, bei dem die Einschätzungen der Gruppenmitglieder stärker in eine Richtung ausschlagen, nachdem sie miteinander interagiert haben. In Anlageteams kann die Gruppenpolarisierung zu suboptimalen Anlageentscheidungen führen, da die Gruppenmitglieder übermäßiges Vertrauen in ihre Ansichten haben und alternative Perspektiven oder Informationen ignorieren. Aggregationsprobleme treten auf, wenn nicht sichergestellt wird, dass alle Investitionsansichten gleichermaßen in den Ausschuss einfließen und beachtet werden. Anreizprobleme entstehen, wenn der individuelle Beitrag schwer zu bewerten ist.

Der moderne CIO

Einschätzungen von Experten weichen im Regelfall voneinander ab. Portfoliomanager (PMs) bilden dabei keine Ausnahme. Selbst PMs, des gleichen Unternehmens, kommen oft zu unterschiedlichen Investmenteinschätzungen. Das Ziel eines modernen Chief Investment Officers (CIO) ist es, sicherzustellen, dass Asset Manager bessere Entscheidungen treffen. Dazu muss er aus dem Rauschen der Organisation das gemeinsame Signal herausfiltern und die Einschätzungen der PMs effizient aggregieren. Jeder Entscheidungsträger im IK muss motiviert sein, seine besten Investmentthese zu teilen, ohne den Performanceanreiz zu verlieren. Der moderne CIO hat dabei nicht mehr Gewicht, als die anderen Komitee Mitglieder. Er darf auf keinen Fall die Autorität haben, bei einer Pattsituation, zur entscheidenden Stimme zu werden. Damit würde er einen Teil der Prognosediversifikation wieder aufheben. Das ist intuitiv einleuchtend, wurde aber auch von Gjolberg und Nordhaug (1996) formal gezeigt.

Ich werde argumentieren, dass Investmentorganisationen mit "Skill" es vorziehen werden, die Investmenteinschätzungen ihrer PMs in einem Investmentkomitee (IK) zu aggregieren und so identisch wie möglich in allen Mandaten zu implementieren. Die Vorteile der Diversifizierung individueller Prognosefehler überwiegt dabei die Nachteile. Letztere bestehen vor allem darin, dass bei einem zentralisierten Prozess alle Mandate gleichzeitig out- oder underperformen. Starke Asset Manager werden sich für die Zentralisierung entscheiden. Schwache Firmen (definiert als Vermögensverwalter mit wenig „Skill“) haben hingegen keinen Anreiz alle Investmentthesen in einem Modellportfolio zu aggregieren. Stattdessen lassen sie lieber einzelne PMs nach ihren eigenen Vorstellungen investieren. Diese Asset Manager legen einen größeren Wert auf die Diversifizierung ihres Gebührenstroms, als auf die Diversifizierung ihres Anlageverhaltens.

IKs haben viele Vorteile. Sie ermöglichen es einer Organisation, von „Star-Managern“ unabhängig zu werden. „Star-Manager“ können dem Unternehmen einen großen Wert entziehen, wenn sie mit ihrem Ausscheiden drohen, wie Kovaleski (2000) erwähnt. Teams erbringen bessere Leistungen. Eine empirische Untersuchung von Bliss et al. (2008) zeigt, dass von Teams verwaltete Fonds mehr Anlagekapital anziehen und weniger extreme (Faktor-)Risiken eingehen. Bär et al. (2009) bestätigen dieses Ergebnis. Theoretisch bewirken die IKs eine Diversifizierung der Meinungen. In der Realität sieht das oftmals ganz anders aus. Die Entscheidungsfindung, geprägt durch die Suche nach einem Konsens am Ende einer Ausschusssitzung, leidet unter Koordinationskosten, Gruppenverschiebung, Verwässerung von Anreizen und einem verstärkten Dispositionseffekt.

Um diese Schwächen zu reduzieren, empfehle ich, dass alle IK-Mitglieder jeweils anonym ihr eigenes Long/Short-Portfolio von Anlagepositionen übermitteln. Alle Vektoren müssen dabei das gleiche aktive Risiko tragen, um einen homogenen Einfluss zu gewährleisten. Die einzelnen Portfolios werden durch Mittelwertbildung aggregiert und auf ein gewünschtes Risikoziel ausgerichtet. Die Anonymität verringert die Verzerrung durch eine mögliche Gruppenverschiebung. Zugleich ermöglicht die Konstruktion (vergütungsrelevanter) individueller Portfolios eine bessere Diversifizierung, eine stärkere Anreizsetzung und einen reduzierten Dispositionseffekt.

Nirwana Lösung: Perfekt funktionierende Investmentkomitees

Die Zentralisierung von Anlageentscheidungen in IKs führt im theoretischen Ideal immer zu besseren Portfolios. Individuelle Prognosefehler der Teammitglieder werden im Modellportfolio wegdiversifiziert. Das erfolgt aber auch auf Kosten der Diversifizierung des Gebühreneinkommens über alle Mandate hinweg. Zentral gesteuerte Vermögensverwaltungsmandate tendieren zu einer geringeren Performance-dispersion und damit zu kollektiver Unter- oder Überperformance. Wir veranschaulichen diesen Punkt und seine Auswirkungen anhand eines Beispiels.

Beginnen wir mit einer dezentralisierten Firma (oder einem Geschäftszweig innerhalb einer Multi-Asset-Firma) mit zehn PMs. Jeder PM verwaltet ein einziges Kundenportfolio. Alle PMs verfügen über spezielle Fähigkeiten (gemessen durch nichtnegative Informations-Ratios, kurz IR) und erhalten unabhängige Prämien (Boni) auf der Grundlage ihrer Leistung. Aus dieser Situation leiten sich mehrere Konsequenzen ab. Erstens haben die Portfoliomanager wenig Anreiz, ihre beste Idee mit anderen zu teilen. Schließlich erhalten sie Boni für ihre Leistung – und zwar im Vergleich zu anderen PMs. Zweitens, Jeder Kunde nimmt an einer Portfoliomanager-Lotterie teil, d.h. die erhaltene Leistung hängt vom Portfoliomanager ab, der dem jeweiligen Kunden zugewiesen wird. Und Portfoliomanager unterscheiden sich in Fähigkeiten, Stil und letztlich auch Glück.

Nehmen wir stattdessen an, dasselbe Unternehmen entscheidet sich gegen eine Dezentralisierung und für die Zentralisierung. Zu diesem Zweck baut es einen perfekt funktionierenden Investitionsausschuss auf. Damit meine ich einen Anlageausschuss, bei dem keine

individuellen Informationen im Aggregationsprozess verloren gehen. Alle Teammitglieder bleiben voll motiviert, auch wenn sie nun eine gemeinsame Verantwortung tragen und ihre Beiträge schwer zu bewerten sind – zudem werden ihre Bemühungen, zu einer Investitionsentscheidung zu gelangen, nicht beobachtet. Perfekt funktionierende IKs werden die Kunden besserstellen, da der Informationsaustausch über aktive Portfolios zu einem besseren Portfolio (durch ein höheres Information-Ratio) führt.

Tabelle 1: Zentrale vs. dezentrale Vermögensverwaltung - Organisation durch Kompetenz

Wir zeigen die Outperformance-Wahrscheinlichkeiten für dezentrales und zentrales Portfolio-Management. Ich gehe von einer Organisation mit zehn Entscheidungsträgern (PMs) aus. Mandatsentscheidungen werden entweder individuell (dezentral) oder kollektiv in einem IK (zentralisiert) getroffen. Es herrscht eine einheitliche Informations-Ratio von jeweils 0,2 (daraus folgt 0,63 für das IK).

| # von outperformenden Fonds | Wahrscheinlichkeit für | |
|---------------------------------------|--------------------------------|------------------------------|
| | Dezentrale Vermögensverwaltung | Zentrale Vermögensverwaltung |
| Alle | 0,43% | 73,65% |
| 9 | 3,09% | 0% |
| 8 | 10,10% | 0% |
| 7 | 19,56% | 0% |
| 6 | 24,86% | 0% |
| 5 | 21,67% | 0% |
| 4 | 13,12% | 0% |
| 3 | 5,44% | 0% |
| 2 | 1,48% | 0% |
| 1 | 0,24% | 0% |
| Keiner | 0,02% | 26,35% |
| Erwartete # von outperformenden Fonds | 5,79 | 7,65 |
| Varianz | 2,44 | 6,95 |

Tabelle 2: Zentralisierte vs. dezentrale Vermögensverwaltung - Organisation ohne Kompetenz

Kommen wir nun zu Leistungswahrscheinlichkeiten für das dezentrale und zentrale Portfolio-Management. Ich gehe von einer Organisation mit zehn Entscheidungsträgern (PMs) aus. Mandatsentscheidungen werden entweder individuell (dezentral) oder kollektiv in einem IK (zentralisiert) getroffen. Es herrscht das gleiche Informationsverhältnis von jeweils 0,0 (0,0 für das IK).

| # von outperformenden Fonds | Wahrscheinlichkeit für | |
|---------------------------------------|--------------------------------|------------------------------|
| | Dezentrale Vermögensverwaltung | Zentrale Vermögensverwaltung |
| Alle | 0,10% | 50% |
| 9 | 0,98% | 0% |
| 8 | 4,39% | 0% |
| 7 | 11,72% | 0% |
| 6 | 20,51% | 0% |
| 5 | 24,61% | 0% |
| 4 | 20,51% | 0% |
| 3 | 11,72% | 0% |
| 2 | 4,39% | 0% |
| 1 | 0,98% | 0% |
| Keiner | 0,10% | 50% |
| Erwartete # von outperformenden Fonds | 5 | 5 |
| Varianz | 2,5 | 25 |

Die Zusammenführung von zehn unkorrelierten PMs mit einem IR von 0,2 in einem IK ergibt einen IR von 0,63 für das IK und eine entsprechende Outperformance-Wahrscheinlichkeit von 73,65% (in etwa 3 von 4 Jahren erzielen alle Fonds zur gleichen Zeit eine

Outperformance). Zentralisierung führt daher zu einem viel höheren Prozentsatz an zufriedenen Kunden (im Durchschnitt 7,36 von 10) als Dezentralisierung (5,79 von 10). In etwa jedem vierten Jahr (26,35 %) schneiden jedoch alle aktiven Portfolios gemeinsam schlechter ab, als der Durchschnitt. Das entsprechende Risiko ist für das dezentralisierte Unternehmen minimal (0,02% oder zweimal in 10.000 Jahren).

Zentralisierte Anlageprozesse haben eine höhere Wahrscheinlichkeit, dass es zu sehr schlechten Jahren kommt (Jahre, in denen alle Fonds gleichzeitig unterdurchschnittlich abschneiden). Während aus rechtlicher/treuhänderischer/ethischer Sicht alle Kunden innerhalb eines bestimmten Produkts gleichbehandelt werden sollten, besteht ein „trade-off“ zwischen höherer durchschnittlicher Performance bei gleichzeitig erhöhter Wahrscheinlichkeit von sehr schlechten Jahren. Tabelle 2 zeigt, dass die Zentralisierung für Unternehmen ohne Investmentkompetenzen katastrophal ist. Der Erwartungswert der überdurchschnittlichen Leistungsmandate ist bei Dezentralisierung gleich, aber die Volatilität um diesen Durchschnitt herum wird schwer zu tolerieren sein.

Gut geführte Unternehmen wissen, dass eine Vielfalt an erfolgsversprechenden Investmentthesen wünschenswert ist, eine Streuung der Portfolioergebnisse jedoch nicht. Professionelle Kunden wollen nicht an einer PM-Lotterie teilnehmen, sondern in das Produkt mit der höchsten Wahrscheinlichkeit für eine zukünftige Outperformance investieren. Die normative Theorie der Portfolioselektion empfiehlt unmissverständlich die Aggregation von Investmentthesen in einem Portfolio.

Herausforderungen bei der Bildung perfekter Investmentkomitees

In einem IK leitet der CIO normalerweise eine monatliche Diskussion zwischen leitenden Portfoliomanagern und Volkswirten. Die entscheidende Frage dabei ist, wie angesichts der aktuellen Anlagemöglichkeiten investiert werden sollte. Am Ende jeder Ausschusssitzung fasst der CIO die Anlagemeinungen zusammen, indem er (zumeist unter Zeitdruck) in einem Meinungsaustausch einen Konsens unter den IC-Mitgliedern bildet. Dies birgt eine lange Liste an Nachteilen und unerwünschten Nebeneffekte.

Gruppenverzerrung. Kahnemann et al. (2021, Kapitel 8 und 15) beschreiben eine Reihe von kontrollierten Experimenten, bei denen Komitees Störungen verstärken, weil sie extremere Entscheidungen treffen, als es die durchschnittliche Meinung der Teammitglieder vermuten ließe. Damit ist gemeint, dass ähnliche Gruppen unterschiedliche Entscheidungen treffen würden oder dass dieselbe Gruppe andere Entscheidungen treffen würden, wenn es nur geringfügige Änderungen an der Art und Weise gibt, wie Informationen präsentiert werden. Die Autoren argumentieren, dass die Abfolge von Informationen und die Gruppenpolarisierung Teams zu extremen Entscheidungen bewegen können. Informationskaskaden beschreiben dabei eine Situation, in der die Reihenfolge, in der Informationen in den Entscheidungsprozess eingebracht werden, wichtig ist. Nehmen

wir an, der CIO äußert sich zuerst und vertritt enthusiastisch seine Investmentidee. In diesem Fall könnte dies andere Teammitglieder dazu bringen sich die Meinung des CIO zu eigen zu machen. Entweder aus Respekt für den CIO oder weil sie ihren Einfluss auf das Ergebnis des IKs als zu gering einschätzen. Die Mitglieder des IK könnten zudem ihr Karriererisiko begrenzen wollen, indem sie sich beim CIO beliebt machen. Dies gilt insbesondere für jüngere IK-Mitglieder und schränkt die effektive Meinungsvielfalt ein. Es kommt zur Gruppenpolarisierung. Angenommen, die meisten IK-Mitglieder glauben, dass die Inflation mit großer Wahrscheinlichkeit weiter steigen wird. In diesem Fall würden die verbleibenden Mitglieder in das Lager der Befürworter der steigenden Inflation wechseln, um ihren Ruf innerhalb der Gruppe zu schützen. Zwar gibt es zahlreiche experimentelle Belege für eine Gruppenverschiebung, z.B. von Davis und Hinsz (1982), Mulvey und Klein (1998) oder Cooper und Kagel (2004), es existieren aber nur wenige empirische Studien. Unseres Wissens nach, ist die einzige Arbeit im Zusammenhang mit der Vermögensverwaltung die von Bär et al. (2011). Die Autoren weisen den „Group Shift Bias“ zurück, da sie feststellen, dass Fonds, die von Anlageteams verwaltet werden, weniger extreme Entscheidungen treffen als Fonds, die von einzelnen Managern verwaltet werden. Teams weisen ein weniger extremes Faktor-Exposure und eine weniger extreme Performance auf. Experimentelle und empirische Belege stimmen aber manchmal nicht überein. Die Erfahrungen des Autors mit Anlageausschüssen in den vergangenen 30 Jahren bestätigen eher die Effekte der Informationssequenzierung und Gruppenpolarisierung.

Dispositionseffekt. Von Odean (1998) und verwandten Forschungen der Behavioral Finance wissen wir, dass einzelne Anleger nur ungern ihre Verluste realisieren, aber gleichzeitig Gewinne zu früh verkaufen. Wie wirkt sich der Dispositionseffekt auf die Entscheidungen von Investitionsteams aus? Cici (2012) wie auch Rau (2015) stellen fest, dass von Teams verwaltete US-Investmentfonds deutlichere Dispositionseffekte aufweisen als Fonds, die von einzelnen Managern verwaltet werden. Die Autoren bestätigen, dass Teams in einem experimentellen Rahmen signifikantere Dispositionseffekte zeigen, als Einzelpersonen. Die wahrscheinlichste Ursache für diesen Effekt in der Vermögensverwaltung ist die herausragende Rolle und die erhöhte Aufmerksamkeit gegenüber den IK-Entscheidungen. Ein Team versucht, seinen Ruf zu bewahren, und will daher das Eingestehen von Fehlern vermeiden. So werden verlustbringende Position oftmals nicht verkauft. Der Dispositionseffekt entsteht.

Anreize. Die Leistung des IK hat für die Bonuszahlungen oft keine Relevanz. Selbst wenn sie relevant wäre, wäre der Einfluss eines Teammitglieds auf die IK-Leistung in einer Diskussion gering – zumal der Aufwand für die Bildung einer fundierten Investitionsmeinung meist unbeobachtet bleibt (Trittbrettfahrerproblem). Nicht alle Teammitglieder haben den Eindruck, dass ihr Beitrag in einer Diskussion das gleiche Gewicht hat, wie der, der anderen Teammitglieder.

Koordinationskosten und die Teamgröße. Die Koordinationskosten steigen nichtlinear mit der Teamgröße. Bei größeren Ausschüssen ist die Gruppendiskussion als Mittel der Entscheidungsfindung nicht realistisch. Die zunehmende Komplexität der Kommunikation in großen Gruppen beschränkt die Größe der IKs, da die Grenzkosten für ein neues Teammitglied exponentiell steigen.

Meiner Erfahrung nach lassen sich einige dieser Probleme zumindest teilweise mit konventionellen Mitteln lösen. Wie z.B.

- die Förderung der Vielfalt und die Auswahl von gleichstarken Teammitgliedern (um die Diversifizierung zu gewährleisten und die Voreingenommenheit durch Gruppenverschiebungen zu verringern),
- Vereinheitlichung von Komitee-Unterlagen statt lieblos zusammenkopiertem Brokerresearch, das jede Vergleichbarkeit verbietet,
- die Einladung von unterschiedlichen externen Sprechern (um das Gruppendenken zu entkräften),
- die Bildung eines Teams „Rot und Blau“ oder eines „devils advocat“ (für verschiedene Argumente für und wider von Investmentthesen),
- die Analyse früherer Entscheidungen (um frühere Voreingenommenheit und Fehleinschätzungen aufzudecken),
- die zufällige Zuweisung von Rednerplätzen (um zu vermeiden, dass dieselbe Person wiederholt die Diskussion dirigiert).

Designer Komitees - Bessere Entscheidungsregeln für Investitionsausschüsse

Wie können die herausgearbeiteten Unzulänglichkeiten von Investmentkomitees behoben werden? Natürlich ist es am einfachsten bessere Komiteemitglieder zu beschäftigen. Selbst wenn das gelingen sollte, ist das ohne ein besseres Design von IKs immer noch eine ineffiziente und sehr teure Lösung.

Ich schlage folgende Änderungen vor, um den gemeinsamen Konsens innerhalb eines IK besser zu ermitteln. Jedes Teammitglied stellt anonym einen Long/Short-Vektor aktiver Positionen zur Verfügung. Die Konsensbildung durch Gruppendiskussionen (Abstimmungen) wird durch Durchschnittsbildung der eingelieferten Vektoren ersetzt. Alle Vektoren sind so skaliert, dass sie den gleichen Tracking Error aufweisen (gleich bedeutend sind).

Wie wirken sich diese Änderungen auf die Entscheidungen des Anlageausschusses aus? Die Mittelwertbildung ist mit einer mathematischen Garantie zur Verringerung des Rauschens bei individuellen Entscheidungen verbunden, während durch die Bereitstellung von Portfolios durch jedes Teammitglied der maximale Anreiz für gute Leistungen erhalten bleibt. Klar definierte Entscheidungsregeln führen zu besseren Leistungen, wie Lovallo und Sibony (2010) oder Tetlock und Gardener (2015) beschrieben haben. Die Anonymität bei der Entscheidungsfindung (nur am Jahresende an den CIO weitergegeben) sorgt für Diversifizierung zwischen PMs (keine Angleichung der Positionen). Sie erleichtert auch die Vermeidung eines Gruppenverschiebungs-Bias (keine Polarisierung und keine Reputationsabsicherung) und beseitigt das Trittbrettfahrerproblem (jedes Teammitglied hat den maximalen Anreiz, gute Leistungen zu erbringen).

Tabelle 3: Entscheidungsregeln für Investitionsausschüsse
 Vergleich von traditionellen, mehrheitsbasierten und portfolio-basierten
 Investitionsausschüssen.

| | Traditionell: Mehrheitsbasiert | Neu: Portfoliobasiert |
|---|--|---|
| Aggregation von Investmenteinschätzungen | Qualitativ. Der CIO fasst die Investitionsmeinungen am Ende einer Ausschusssitzung zusammen und versucht, mit Hilfe einer qualitativen Gruppendiskussion einen Konsens unter den IC-Mitgliedern zu finden. | Algorithmisch. Die Teammitglieder stellen nach der IK-Sitzung anonym einen Long/Short-Vektor risikoäquivalenter Anlagepositionen zur Verfügung. Aggregiert Positionen durch Mittelwertbildung und skaliert die Endpositionen, um ein vorgegebenes Risikoziel zu erreichen. |
| Ergebnis | Meinungen (qualitativ) | Long/Short-Gewichte (quantitativ) |
| Koordinationskosten | Hoch. Proportional zur Anzahl der gegenseitigen Mitteilungen. Die Koordinationskosten steigen nichtlinear mit der Teamgröße. | Niedrig. Transparent und algorithmisch. |
| Diversifikation von Prognosefehlern | Begrenzte Diversifizierung. Der CIO wird wahrscheinlich den Aggregationsprozess (Konsensfindung) dominieren. | Hoch. Unabhängige und anonyme Portfolioentscheidungen sorgen für Diversifizierung. |
| Gruppendenken | Wahrscheinlich. Die Abfolge der Informationen und die Polarisierung der Ansichten könnten die Minderheit dazu bringen, ihren Ruf innerhalb des IK zu pflegen. | Unwahrscheinlich. Die Anonymität der Entscheidungen verhindert die Notwendigkeit von „Reputationshedges“. |
| Anreize für IK-Mitglieder | Gering (Trittbrettfahrerproblem). Keine direkte Rechenschaftspflicht der Teammitglieder. | Hoch (keine Trittbrettfahrer). Alle Teammitglieder sind am Jahresende rechenschaftspflichtig, wenn der CIO die Leistung der einzelnen Teammitglieder ermittelt. |
| Dispositionseffekt | Hoch. Teams weisen stärkere Dispositionseffekte auf als Einzelpersonen. | Niedrig(er). |
| Anzahl der IC-Mitglieder | Kleine Ausschüsse (Koordinierungskosten). | Die Anzahl der Mitglieder kann beträchtlich sein. Die Vorteile der Diversifizierung werden jedoch durch die Verwässerung (Fähigkeiten eines marginalen Teammitglieds) eingeschränkt. |

Nach meiner Erfahrung als CIO, zeigen die von den Mitgliedern des IK anonym eingereichten Portfolios eine viel stärkere Dispersion als die kommunizierten Investmentthesen in den IK-Sitzungen. Die durchschnittliche paarweise Korrelation zwischen den Teammitgliedern ist in der Regel gering und es war für mich immer schwierig, mir vorzustellen, dass ich als CIO diese Meinungsverschiedenheit durch eine Gruppendiskussion während oder gegen Ende einer IK-Sitzung löse. Da jedes IK-Mitglied sein eigenes Long/Short-Portfolio

verwaltet, ist ein Dispositionseffekt viel geringer. Der persönliche Performanceanreiz bleibt erhalten und das Teilen von Informationen wird durch die Evaluierung des individuellen Vektors am Jahresende erzwungen.

Schlussfolgerung

Investmentorganisation mit "Skill" bevorzugen zentralisierte Entscheidungen gegenüber individuellen Entscheidungen einzelner Portfoliomanager. Anders ausgedrückt: Dispersion zwischen Mandaten ist unerwünscht, weil sie der Performance des Kundenportfolios schadet. In der Realität leiden die hierzu verwendeten traditionellen Investmentkomitees unter einer Vielzahl von ungelösten Problemen. Diese resultieren in Verzerrungen (verzerrte Gruppenmeinung), Anreizproblemen (Trittbrettfahrer) und Aggregationsproblemen (Meinungen der Komiteemitglieder gehen nur unvollständig in den Prozess ein). Aus meiner Sicht, reduzieren sich diese Probleme sehr schnell, sobald man den Konsensus algorithmisch (Durchschnittsbildung der risikogleichen Musterportfolios jedes einzelnen IK-Mitglieds) und anonym ermittelt. In meiner Erfahrung als CIO haben diese Portfolios immer besser funktioniert, als diejenigen aus traditionellen Investmentkomitees. Die einzige Schwäche des Ansatzes ist die der Kommunikation. Es ist schwierig ex-post (nach Durchschnittsbildung) ein kohärentes Narrativ zu entwickeln wonach sich die einzelnen Positionen logisch aus einem top-down Bild ergeben. Konsistenz in der Markteinschätzung der Komiteemitglieder ist weder gefordert noch gewünscht.

Mit freundlichen Grüßen

Ihr



Dr. Bernd Scherer

Literatur

- Bär M., Kempf A. and S. Ruenzi (2011), Is a team different from the sum of its parts? *Review of Finance*, v15, 359-396.
- Bliss R.T., Potter M.E. and C. Schwarz (2008), Performance characteristics of individually versus team managed funds, *Journal of Portfolio Management*, v34, p. 110-119.
- Cici G. (2012), The prevalence of the disposition effect in mutual fund trades, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47, p. 785-820.
- Cooper, D. J, and J. H. Kagel (2004), „Are Two Heads Better than One? Team versus Individual Play in Signalling Games“, *American Economic Review*, 95, p. 477 – 509.
- Davis, James H., and V. B. Hinsz (1982), „Current Research Problems in Group Performance and Group Dynamics.“ in: *Group Decision-Making* by H. Brandstatter, J. H. Davis, and G. Stocker Kreichgauer, eds. London, Academic Press.
- Gjolberg O. and O. Nordhaug (1996), Optimal Investment Committee Sizes, *Journal of Portfolio Management*, Winter 1996, p.87-94.
- Grinold R. and R. Kahn (2000), *Active Portfolio Management*, McGrawHill
- Kahnemann D., Sibony O. and C.R. Sunstein (2021), *Noise*, William Collins: London.
- Kovalski D. (2000), More mutual fund companies take a team approach, *Pension and Investments*, p. 32.
- Lee W. (2000), *Advanced Theory and Methodology of Tactical Asset Allocation*, Wiley
- Lovallo D. and A. Sibony (2010), The Case for Behavioural Strategy, *McKinsey Quarterly*, McKinsey Quarterly, March,
- Odean T. (1998), Are investors reluctant to realize their losses, *Journal of Finance*, 53, p. 1775-1798.
- Mulvey, P., and H. Klein (1998), „The Impact of Perceived Loafing and Collective Efficacy on Group Goal Processes and Group Performance“, *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 7 (1998), 62 – 87.
- Rau H. (2015), The disposition effect in team investment decisions: experimental evidence, *CEGE, discussion papers #256*.
- Sharpe W. (1981), Decentralized Investment Management, *Journal of Finance*, v36, p. 217-234.
- Tetlok P. and D. Gardener (2015), *Superforecasting: The Art and Science of Prediction*, London.

Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz und Liechtenstein.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen. Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

Impressum

Herausgeber:

Landesbank Baden-Württemberg (LBBW)

Redaktion:

LBBW Asset Management
Investmentgesellschaft mbH
Dr. Bernd Scherer

Bei Fragen und Anregungen wenden Sie sich bitte an:

**Thematischer_CIO_View@
lbbw.de**

Redaktionsschluss:

15.05.2023