



Gastvortrag Universität St. Gallen

Auswahl des Vermögensverwalters

PPCmetrics AG

Dr. Philippe Rohner, Investment Consultant

Some of the graphs/pictures are not available online

St. Gallen, 16. März 2015

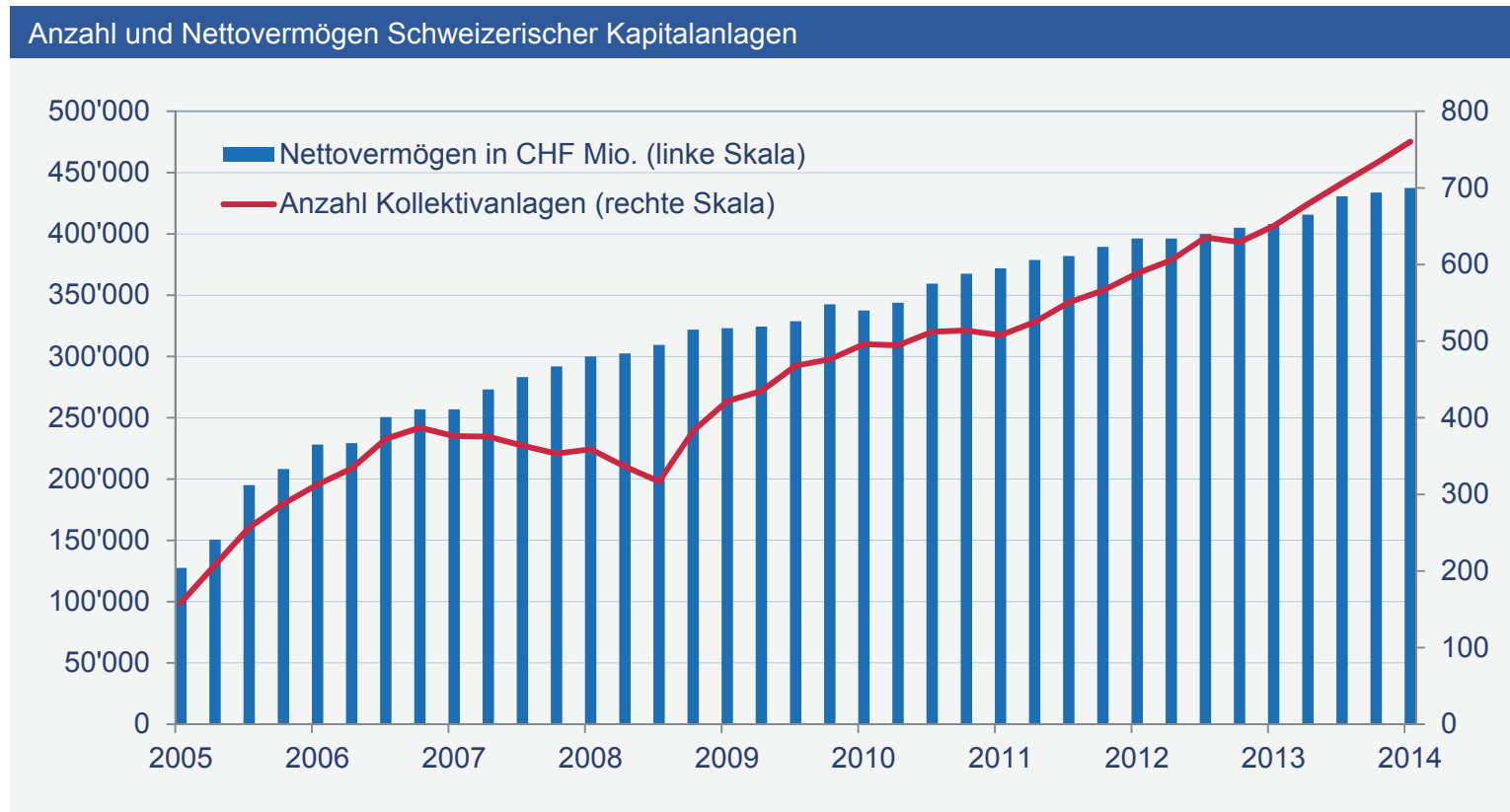
- Einleitung
- Performance als Auswahlkriterium
- Selektionsverfahren
- Auswahlkriterien

Wichtige Rolle der Vermögensverwaltung



Interne und externe Vermögensverwalter nehmen eine wichtige Rolle wahr und müssen deshalb sorgfältig ausgewählt werden.

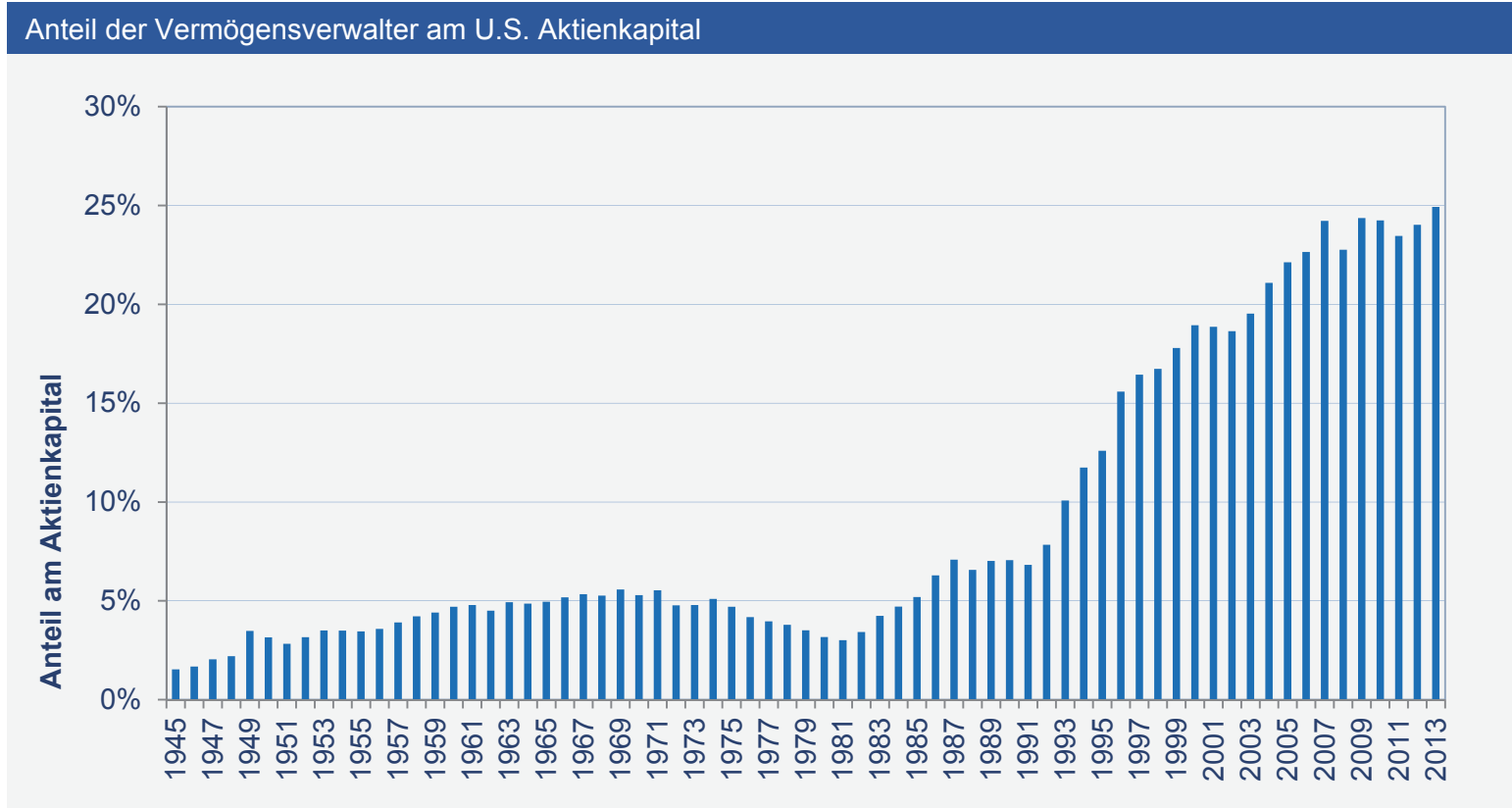
Die Bedeutung der Vermögensverwalter (1)



Quelle: FINMA

Die Bedeutung der Vermögensverwalter hat stark zugenommen!

Die Bedeutung der Vermögensverwalter (2)

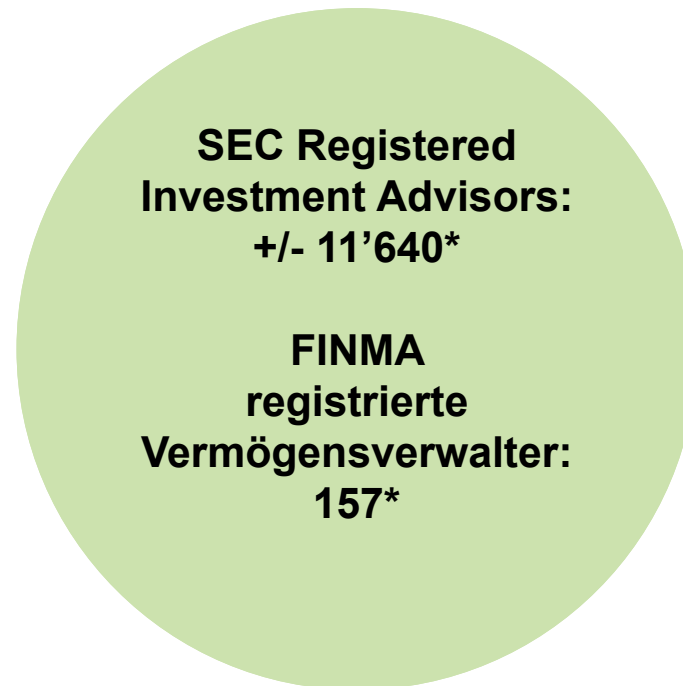
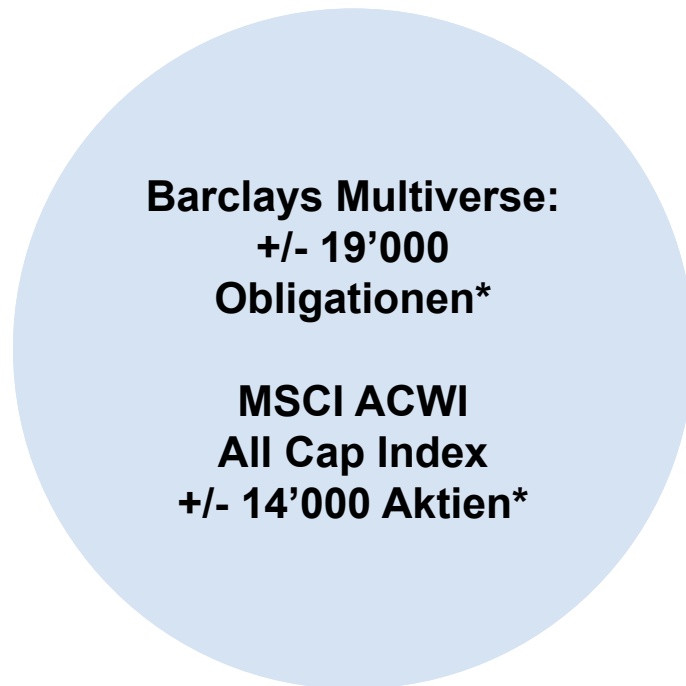


Quelle: www.federalreserve.org, Financial Accounts of the United States, Equity Ownership

Asset Manager sind zu einer der wichtigsten Gruppe von Marktteilnehmern an den Finanzmärkten aufgestiegen.

Herausforderung «Manager Selektion»

Wenn die Auswahl der richtigen Unternehmen die meisten Vermögensverwalter vor grosse Herausforderungen stellt...



... wieso sollten Berater und Investoren mehr Erfolg in der Auswahl der richtigen Vermögensverwalter haben?

* Source: Barclays, MSCI, SEC, FINMA

Begrenzte Auswahl «erfolgreicher» Fonds

Anteil Fonds mit Underperformance					
Fonds Kategorie	Vergleichsindex	Anzahl	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
Europe Equity	S&P Europe 350®	1'092	76.4%	79.1%	73.5%
Eurozone Equity	S&P Eurozone BMI	504	84.7%	75.7%	73.9%
France Equity	S&P France BMI	244	59.2%	75.9%	71.0%
Germany Equity	S&P Germany BMI	93	73.3%	65.8%	65.8%
Global Equity	S&P Global 1200	1'154	75.6%	93.6%	96.0%
Emerging Markets Equity	S&P/IFCI	322	74.4%	76.0%	80.5%
U.S. Equity	S&P 500	272	66.1%	86.0%	88.1%

Quelle: S&P Indices vs. active Funds (SPIVA) Scorecard 2014, Darstellung PPCmetrics AG.

Im Durchschnitt verfehlt die Mehrheit der Fonds nach Kosten den Gesamtmarktindex.

- Bruttorendite von **Beratern empfohlenen US Equity Ansätzen vs. nicht empfohlenen Ansätzen** zwischen 1999 und 2011 (Jenkinson, Jones und Martinez (2014))



Keine Evidenz für die Selektionsfähigkeit von Investment Consultants

- Kumulierte **Renditen ausgewechselter Vermögensverwalter** von 3'400 Pensionskassen, Endowments und Stiftungen (Goyal und Wahal (2008))



Keine Evidenz für die Selektionsfähigkeit von institutionellen Investoren

Historische Leistung als Auswahlkriterium?

- Rendite der besten Fonds (Top Quartil) vor und nach Mandatsvergabe

Out- / Underperformance p.a.	Periode vor Mandatsvergabe (Jahre)			Periode nach Mandatsvergabe (Jahre)		Anzahl	
	-3 bis 0	-2 bis 0	-1 bis 0	0 bis 1	0 bis 2	ausgewählt	insgesamt
Balanced	3.4%*	3.7%*	3.7%*	-1.3%	-0.3%	12	46
Bonds Global	4.7%*	9.4%*	5.2%*	1.6%	3.3%	7	27
Bonds Corporates	6.5%*	8.1%*	4.7%*	0.0%	3.4%	9	34
Bonds EmMa	5.6%*	11.5%*	4.3%*	-2.6%	0.6%	15	60
Equities Switzerland	4.8%*	6.6%*	7.4%*	-1.7%	0.7%	10	40
Equities Global	7.3%*	9.7%*	7.2%*	-0.9%	0.3%	31	123
Insurance Linked Securities	9.4%*	12.0%*	9.6%*	-1.1%	2.7%	3	11
Commodities	13.3%*	13.6%*	12.6%*	2.1%	1.9%	8	31
Total						95	372

Quelle: PPCmetrics Research Paper Nr. 3 / 2013

Empirische Untersuchungen zeigen, dass eine Auswahl der Vermögensverwalter aufgrund einer guten historischen Anlageleistung wenig erfolgversprechend ist.

Glück oder Können?

Bei der Analyse der historischen Anlageleistung ist es oftmals schwierig, zwischen Glück und Können zu unterscheiden.

«Reversion to the Mean»

«Reversion to the Mean» ist bei Anlagefonds stark ausgeprägt, was darauf hindeutet, dass Glück und Können bei der Beurteilung der Anlageleistung nicht auseinandergehalten werden können.

- **Historische Performance** ist ein **mässig gutes Selektionskriterium**: Auswahl der Vermögensverwalter aufgrund einer hohen historischen Rendite führt nicht zum Erfolg.
 - Fehlende **Performance Persistenz**
 - Bei der historischen Rendite von Anlagefonds ist die **Unterscheidung** zwischen **Glück** und **Können** meist schwierig.
- Aber:
 - Die Analyse der historischen Anlageleistung ist wichtig für die **Plausibilisierung des Investitionsansatzes**.
 - Aktive Strategien haben oftmals eine Ausrichtung auf **Risikoprämien**, was gegenüber der Benchmark zu einer zeitweiligen Underperformance führen kann. Solche Fonds sollten nicht systematisch von der Selektion ausgeschlossen werden. Dazu ist ein genügend **langer Track Record** notwendig.

- Klar definierte **Anforderungskriterien** an den Vermögensverwalter, abgestimmt auf die **Bedürfnisse des Investors**
 - Mandatsspezifikationen
- Transparente und nachvollziehbare **Selektionskriterien**
 - Mindestkriterien («Knock-out»-Kriterien)
 - Beurteilungskriterien
- Best Practice verlangt einen **strukturierten Auswahlprozess** unter **Wettbewerbsbedingungen**
 - Eine Fondsselektion unter Ausschluss des Wettbewerbs ist häufig zum Nachteil für die Destinatäre!
- Der Manager-Auswahlprozess muss **effizient** sein
 - Die Kosten für die Auswahl (Suchkosten) werden in jedem Fall vom Anleger bezahlt.

- Die Verwaltung von Pensionskassengeldern ist **anspruchsvoll** und umfassend **reguliert!**

Vermeiden von Interessenkonflikten

*Art. 51b Abs. 2 BVG;
Art. 48h, Art. 48l Abs. 1 BVV 2*

Unzulässige Eigengeschäfte

*Art. 53a lit. a BVG;
Art. 48j BVV 2*

Abgabe von Vermögensvorteilen

*Art. 53a lit. b BVG;
Art. 48k BVV 2*

**Pflicht zur Offenlegung der
Interessenverbindungen**

Art. 48l BVV 2

**Besondere Anforderungen an
externe Vermögensverwalter**

Art. 48f BVV 2

**Entsprechend strikt und systematisch muss das
Selektionsverfahren sein!**

Versicherte

Interessenkonflikt



Pensionskasse

*Marketing,
Lobbying,
Inducements*



Vermögensverwalter

- Öffentliche Ausschreibungen adressieren potentielle Interessenkonflikte.

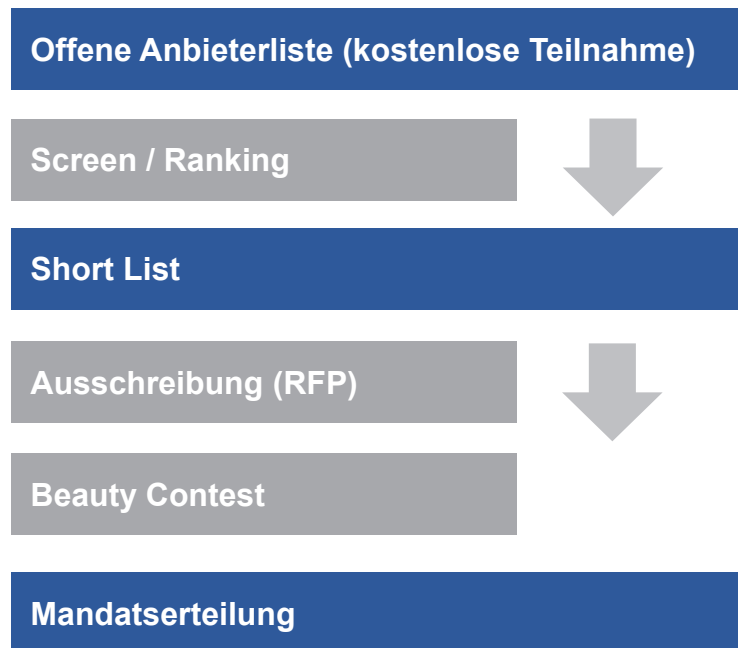
Übereinkommen über das öffentliche Beschaffungswesen / WTO

Prinzipien (Auswahl)

- Transparenter Prozess
- Offener Wettbewerb
- Gleichbehandlung aller Teilnehmer
- Unabhängige Beurteilung

Selektionsprozess

Nicht-öffentlich



Öffentlich



Eignungsphase («Pre-Qualification»)

Offene Anbieterliste

Questionnaire
(50 bis 100 vorwiegend quantitative Fragen)

Mindestkriterien («Knock-out»)

Beurteilungskriterien

PPCmetrics Markscreen Tool

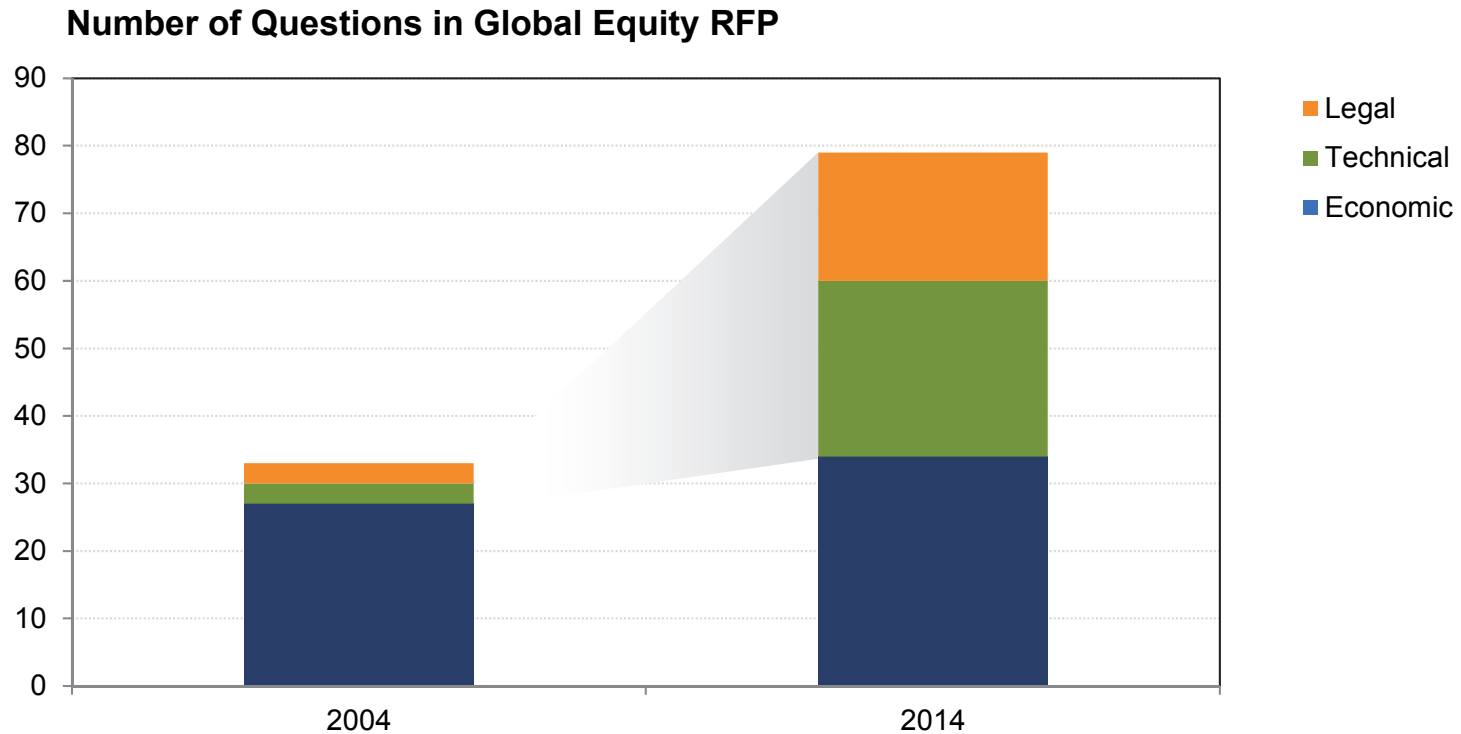
Massgeschneiderte Kandidatenliste

Rang	Anbieter	Mindestkriterien erfüllt	Gesamtscore	Company / Assets und/or Management	Organisation und Human Resources	Produkt Team	Investitionsansatz und Portfoliokonstruktion	Historische Anlageleistung	Gebühren
1	Manager 1	Ja	28.2%	32%	25%	25%	19%	46%	27%
2	Manager 2	Ja	26.9%	33%	25%	25%	19%	46%	21%
3									
4									
5									
6									
7									
8									
9									
10									
11	Manager 12	Ja	11.2%	41%	15%	9%	12%	58%	26%
12	Manager 13	Ja	11.3%	43%	25%	4%	12%	19%	31%
13	Manager 14	Ja	10.8%	33%	0%	9%	19%	19%	4%
14	Manager 15	Ja	10.8%	32%	25%	9%	4%	19%	13%
15	Manager 16	Nein	10.7%	0%	15%	9%	1%	25%	14%
16	Manager 17	Nein	10.2%	13%	25%	4%	4%	46%	27%
17	Manager 18	Nein	10.1%	4%	5%	9%	4%	46%	21%
18	Manager 19	Ja	9.7%	14%	25%	25%	1%	27%	26%
19	Manager 20	Nein	9.4%	4%	25%	25%	1%	1%	15%
20	Manager 21	Ja	9.3%	0%	0%	25%	4%	1%	36%
21	Manager 22	Nein	8.0%	4%	25%	25%	26%	19%	19%
22	Manager 23	Ja	6.4%	13%	15%	13%	13%	19%	25%
23	Manager 24	Ja	5.1%	23%	15%	19%	19%	36%	24%
24	Manager 25	Nein	6.1%	23%	25%	25%	7%	19%	16%

- % Verwaltetes Vermögen
- % Organisation und Human Resources
- % Produkt-Team
- % Investitionsansatz und Portfoliokonstruktion
- % Historische Anlageleistung
- % Gebühren

- Offertanfrage («**Request for Proposal**» **RfP**) an die Asset Manager auf der Short List.
- Die Offertanfrage beinhaltet neben den **Mandatsspezifikationen** einen **Questionnaire** bestehend aus **rechtlichen**, **technischen** und **ökonomischen Fragen**.
- Typische Bereiche sind:
 - Unternehmung / Assets under Management / Personal / Investitionsansatz / Performance / Risk Management & Compliance / Handel / Operations / Gebührenstruktur
- Die Antworten der Anbieter werden ausgewertet und im Hinblick auf die Bedürfnisse und Anforderungen des Kunden beurteilt. Reduktion der Shortlist auf 2 bis 4 Finalisten für den «**Beauty Contest**».

Entwicklungen bei Ausschreibungen



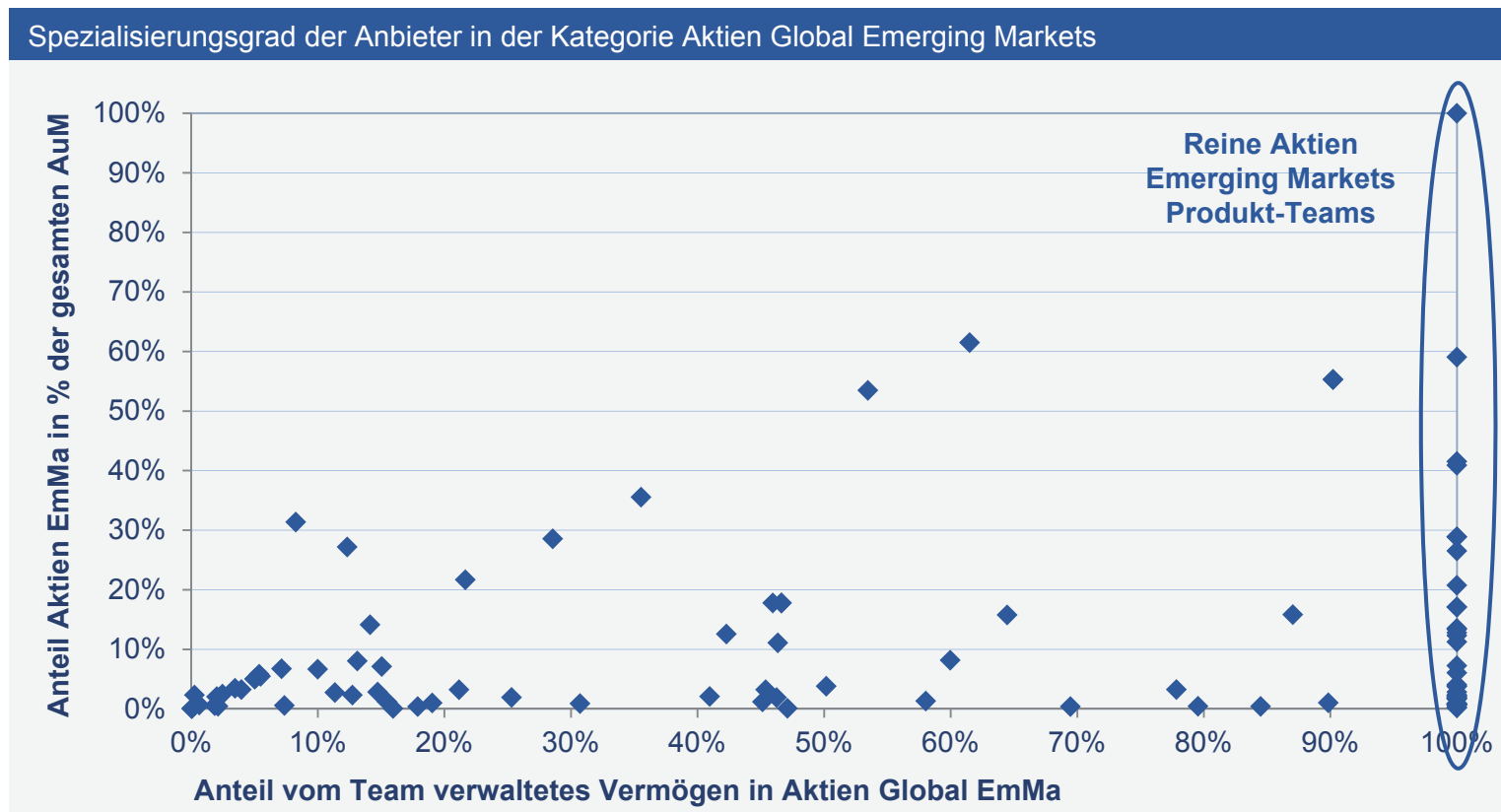
© PPCmetrics AG

Fortschritte in der Technologie und eine stärkere Regulierung führen zu einer bis anhin nicht dagewesenen Komplexität des Geschäftes.

Kriterien der Manager Selektion

Spezialisierung

- **Spezialisierung** des **Anbieters** und des **Produkt-Teams** auf die ausgeschriebene Anlagekategorie

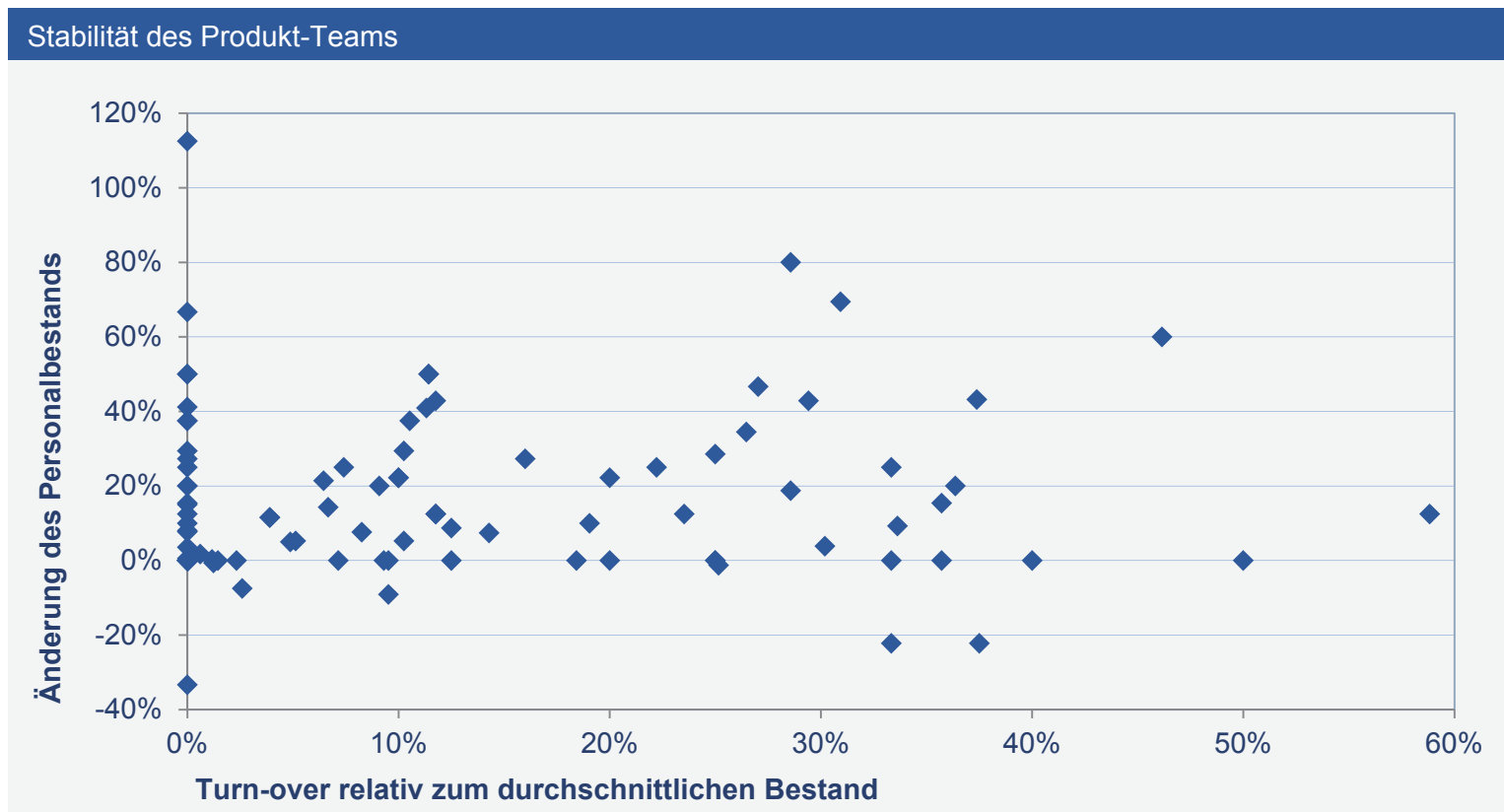


Quelle: PPCmetrics Mareketscreen Aktien Global Emerging Markets, Dezember 2014

Kriterien der Manager Selektion

Stabilität

- **Stabilität** des Produkt-Teams: **Turn-over** und **Veränderung** über die Zeit

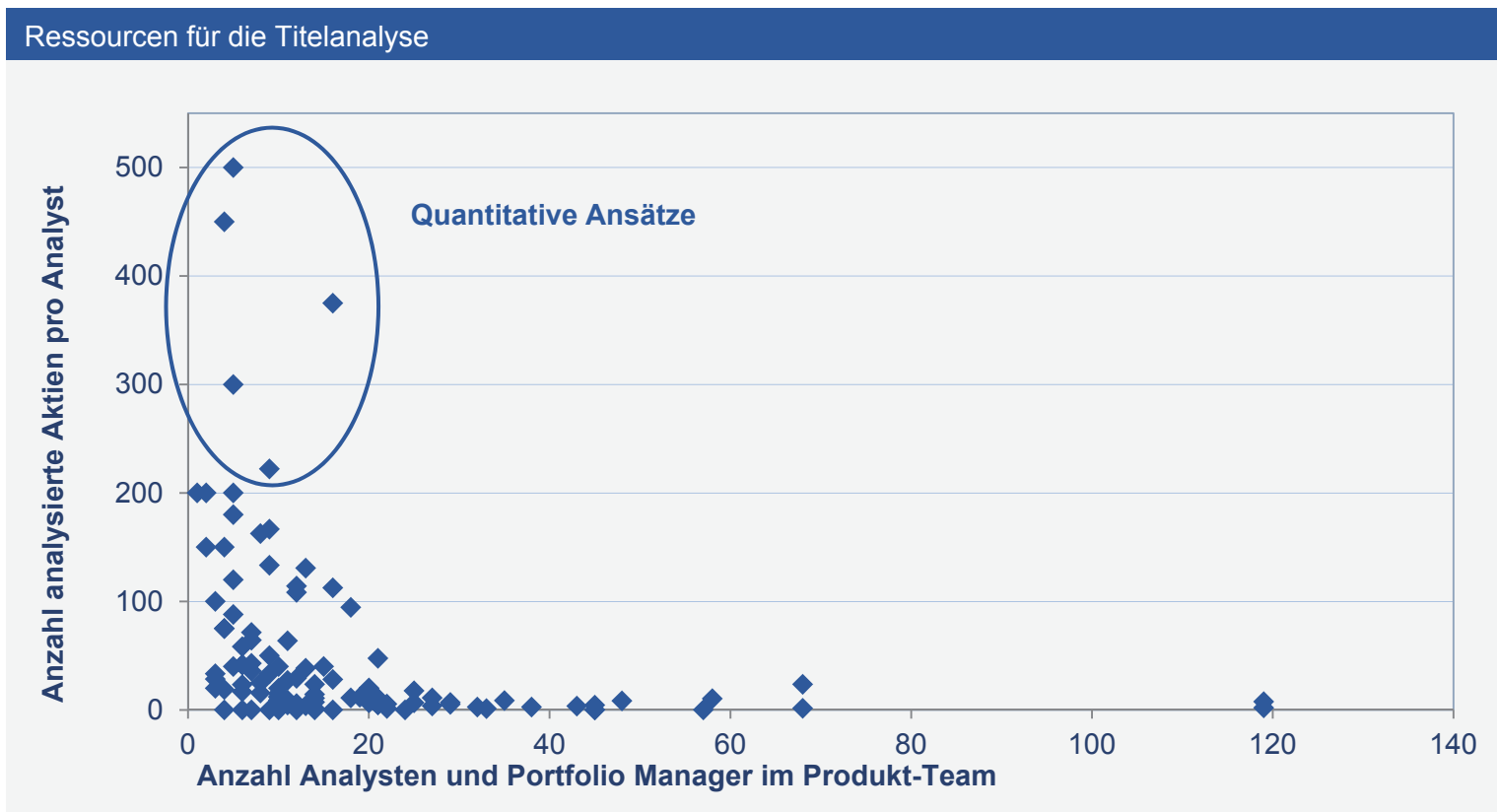


Quelle: PPCmetrics Marektscreen Aktien Global Emerging Markets, Dezember 2014

Kriterien der Manager Selektion

Ressourcen

- **Ressourcen** des Anbieters für die **Titelanalyse**: Anzahl Analysten und analysierte Aktien pro Analyst

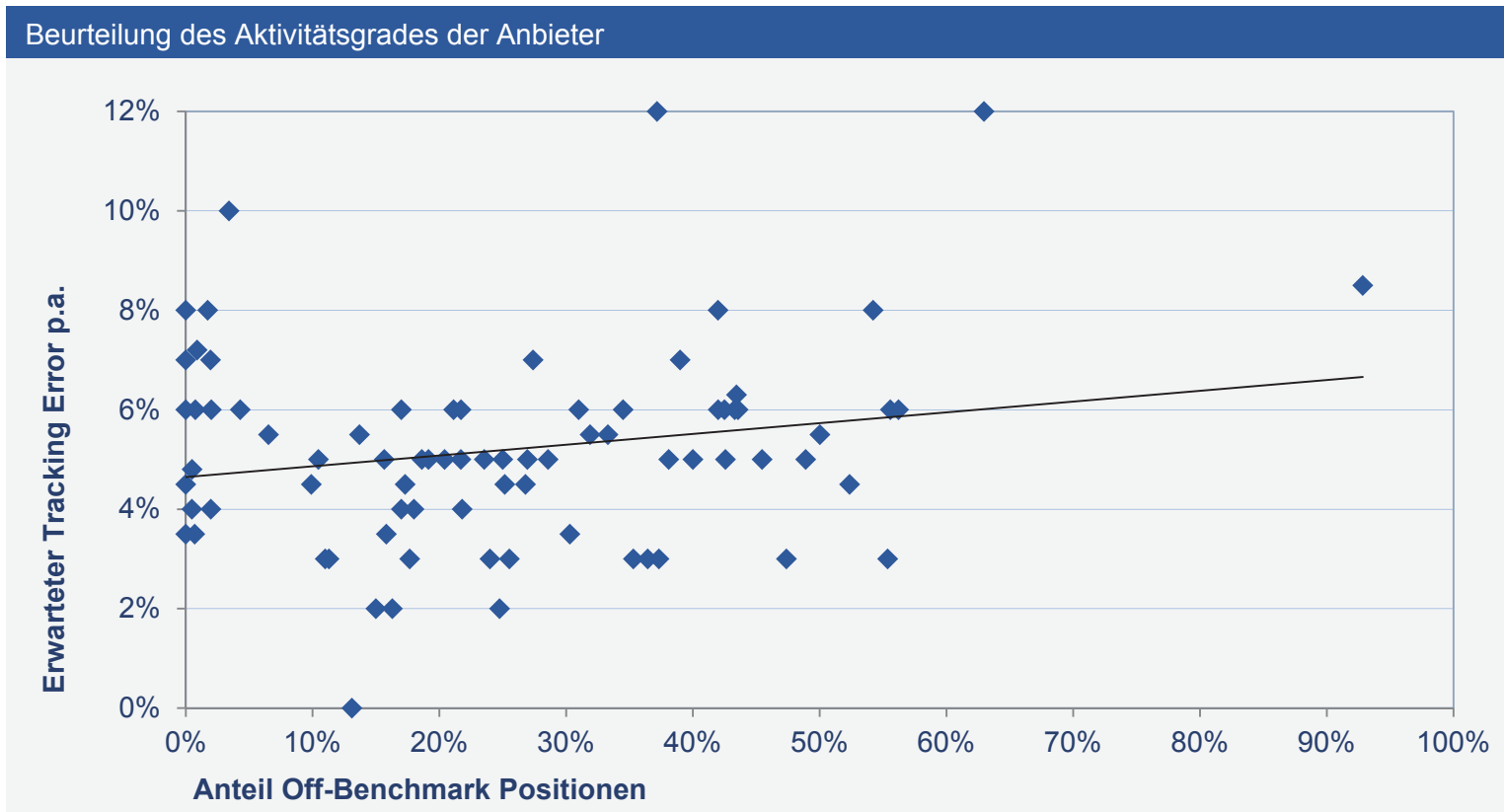


Quelle: PPCmetrics Mareketscreen Aktien Global Emerging Markets, Dezember 2014

Kriterien der Manager Selektion

Investitionsansatz (1)

- Beurteilung des Aktivitätsgrades: **Off-Benchmark Positionen** und **Tracking Error**

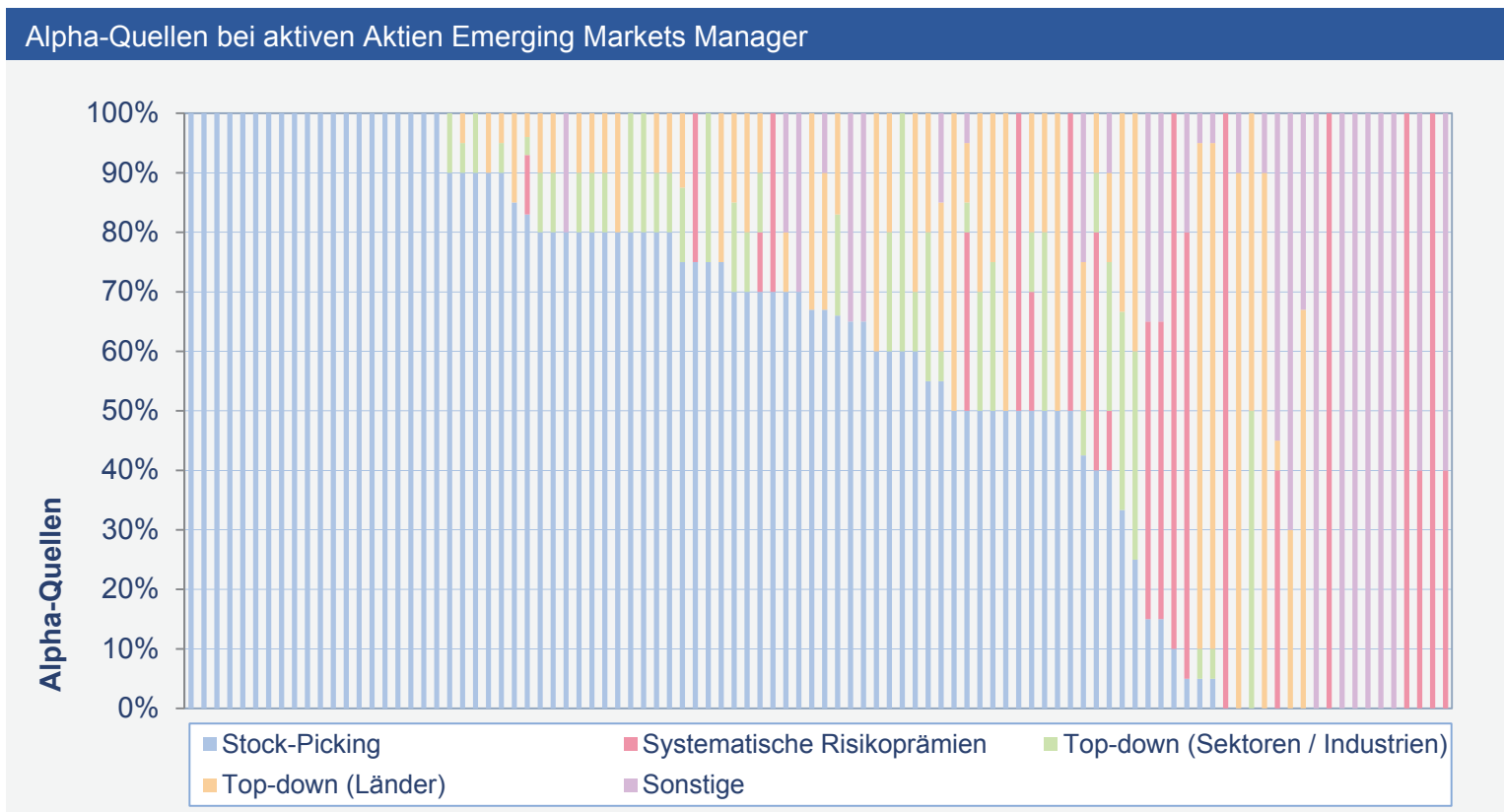


Quelle: PPCmetrics Mareketscreen Aktien Global Emerging Markets, Dezember 2014

Kriterien der Manager Selektion

Investitionsansatz (2)

- Beurteilung eines aktiven Anlagestils: Welche **Alpha-Quellen** nutzt der Ansatz?



Quelle: PPCmetrics Mareketscreen Aktien Global Emerging Markets, Dezember 2014

Kriterien der Manager Selektion

Historische Anlageleistung

- Auswahl anhand von **Risikoprämien**
 - Diskussion der Auswahl und langfristigen Exposition zu Risikoprämien z.B. Small Caps, Value, Term. Sowohl «akademische» als auch andere Risikofaktoren, die durch Gespräche mit Vermögensverwaltern identifiziert werden.
 - Auswahl der passenden Fonds, d.h. die Aufgabe des Managers ist die Investition in Titel mit den gewünschten Risikoeigenschaften. Eine Underperformance wird toleriert, solange diese auf den gewünschten Risikofaktor zurückgeführt werden kann.

Die langfristige Investition in Fonds mit einer systematischen Risikoprämie kann langfristig einen Mehrertrag bringen.

Untersuchungen zeigen, dass es auch längere Perioden geben kann, in denen Risikoprämien keinen Mehrertrag abwerfen.

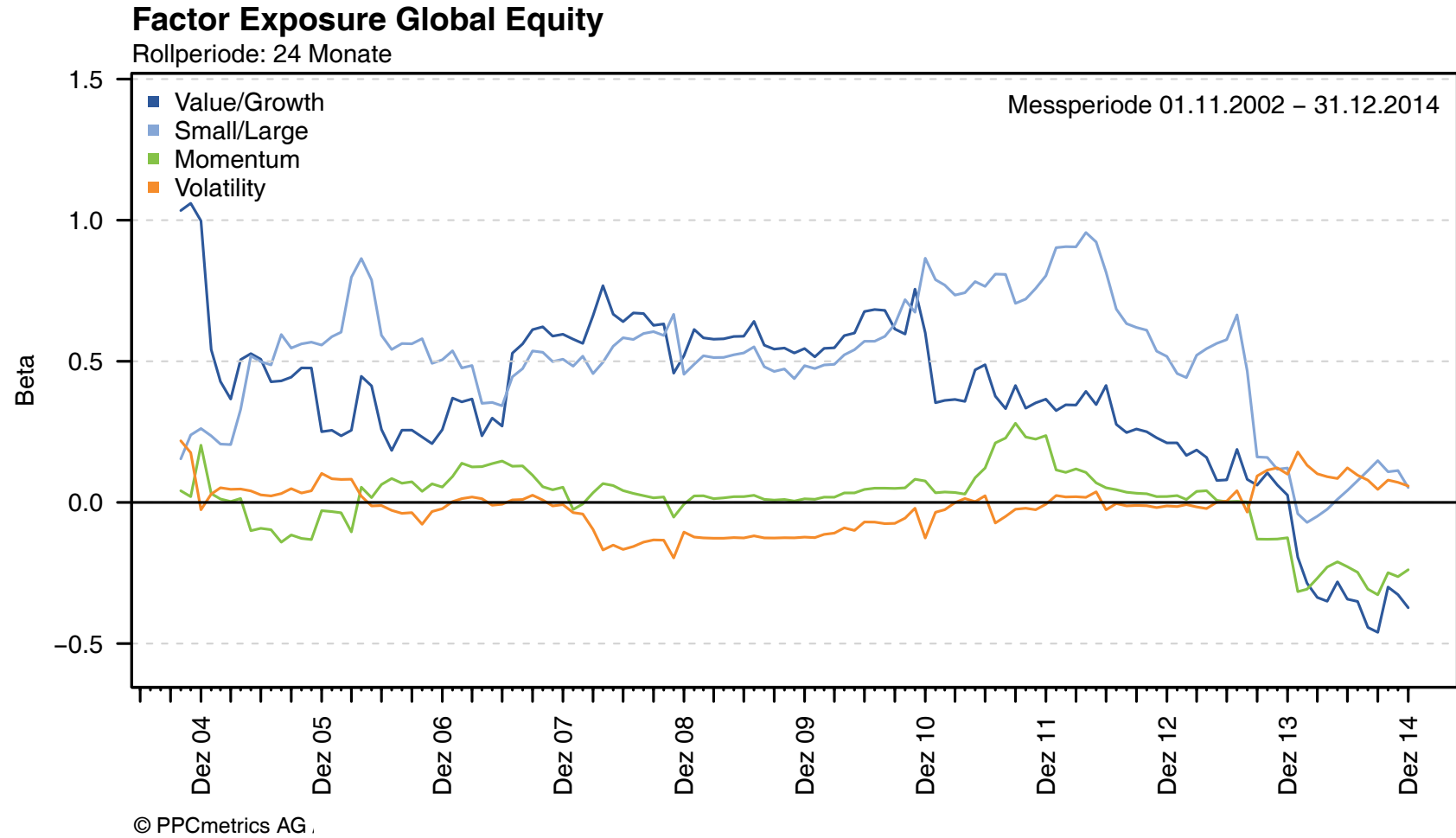
Kriterien der Manager Selektion

Stilanalyse (1)

- Renditebasierte **Stilanalyse** (Faktoranalyse) als zentrales Element bei der Beurteilung der historischen Anlageleistung
 - Erklärung der Renditen eines Fonds durch verschiedene Faktoren wie Size, Value, Momentum, Liquidity, etc...
- Stilanalysen können bei der **Selektion** und der **Überwachung** von Vermögensverwaltern helfen, da sie verschiedene Fragen beantworten:
 - Wie investiert der Vermögensverwalter das Geld?
 - Passt der Vermögensverwalter zu den anderen Vermögensverwaltern im Portfolio (Neben Korrelationsanalyse)?
 - Ändert sich der Anlagestil im Zeitablauf?

Kriterien der Manager Selektion

Stilanalyse (2)



- **Historische Anlageleistung** ist ein mässiges Kriterium für die Auswahl von Vermögensverwaltern. Die «Gewinner von morgen» zu finden, ist nahezu unmöglich!
- Best Practice verlangt einen **strukturierten Auswahlprozess**. Die Auswahl muss anhand **klarer, nachvollziehbarer** und **transparenter Kriterien** erfolgen.
- Eine «**State-of-the-Art**» Manager Selektion orientiert sich an den Prozessen des **öffentlichen Beschaffungswesens**, basierend auf den Prinzipien eines **offenen Wettbewerbs** und **Gleichbehandlung aller Teilnehmer**.

- Goyal und Wahal, (2008) «The Selection and Termination of Investment Managers by Plan Sponsors», *Journal of Finance*
- Jenkinson, Jones, und Martinez (2014) «Picking Winners? Investment Consultants' Recommendations of Fund Managers», *Journal of Finance*, forthcoming
- Mauboussin, (2010) «Untangling Skill and Luck – How to think about Outcomes», *Working Paper, Legg Mason Capital Management*

Appendix

«Reversion to the Mean» im Sport (Baseball)

Appendix

Details des Selektionsprozesses





Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research

PPCmetrics AG
Badenerstrasse 6
Postfach
CH-8021 Zürich

Telefon +41 44 204 31 11
Telefax +41 44 204 31 10
E-Mail ppcmetrics@ppcmetrics.ch

PPCmetrics SA
23, route de St-Cergue
CH-1260 Nyon

Téléphone +41 22 704 03 11
Fax +41 22 704 03 10
E-Mail nyon@ppcmetrics.ch

Website www.ppcmmetrics.ch
Social Media   

Die PPCmetrics AG (www.ppcmmetrics.ch) ist ein führendes Schweizer Beratungsunternehmen für institutionelle Investoren (Pensionskassen, etc.) und private Anleger im Bereich Investment Consulting. Die PPCmetrics AG berät ihre Kunden bei der Anlage ihres Vermögens in Bezug auf die Definition der Anlagestrategie (Asset Liability Management) und deren Umsetzung durch Anlageorganisation, Asset Allocation und Auswahl von Vermögensverwaltern (Asset Manager Selection). Zudem unterstützt die PPCmetrics AG über 100 Vorsorgeeinrichtungen und Family Offices bei der Überwachung der Anlagetätigkeit (Investment Controlling), bietet qualitativ hochwertige Dienstleistungen im aktuariellen Bereich (Actuarial Consulting) und ist als Pensionskassen-Expertin tätig.