

Research Paper Nr. 3 / 2013

Risiken bei der Auswahl von Vermögensverwaltern aufgrund der historischen Anlageleistung



Management Summary

Bei der Beurteilung von Vermögensverwaltern fällt der erste Blick häufig auf die historische Anlageleistung. Die historische Simulation sowie die empirische Evidenz zeigen, dass eine Auswahl rein aufgrund der historischen Anlageleistungen wenig erfolgversprechend ist. Konkret führt eine solche Auswahl tendenziell dazu, dass nicht nur die „falschen“ Vermögensverwalter ausgewählt werden, sondern dass auch die Vermögensverwalter zu häufig ausgewechselt werden. Diese Wechsel ziehen zum Teil hohe Transaktionskosten nach sich. Bei der Auswahl von Vermögensverwaltern sollten deshalb sowohl qualitative Aspekte als auch die Kosten in die Evaluation miteinbezogen werden.

Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung.....	4
2. Historische Simulation	4
3. Literaturübersicht: Persistenz der Anlageleistung	6
4. Fazit.....	8
5. Literatur	9
6. Anhang: PPCmetrics Marktscreens	11

1. Einleitung

Bei der Beurteilung von Vermögensverwaltern fällt der erste Blick häufig auf die historische Anlageleistung. Nicht selten werden in der Praxis Vermögensverwalter ausgewählt, welche in den letzten drei Jahren eine Top Performance hatten. Entsprechende Performance-Rankings sind in der Finanzindustrie weit verbreitet und für Retailprodukte öffentlich verfügbar.

Die sich daraus ergebende Frage lautet, wie die Erfolgchancen einer rein performance-basierten Auswahl einzuschätzen sind. Diese Fragestellung beantworten wir anhand von historischen Simulationen sowie einer Zusammenfassung der Literatur.

2. Historische Simulation

Wie bereits erwähnt sind Performance-Rankings für Retailprodukte weit verbreitet. Für institutionelle Anleger in der Schweiz ist die öffentlich zugängliche Datengrundlage noch unvollständig. Als Datenbasis für unsere historische Simulation verwenden wir insgesamt 372 Track Records bzw. Composites, wie sie auch von Vermögensverwaltern bei Mandatsausschreibungen eingereicht werden. Diese und andere Informationen werden von uns im Rahmen der PPCmetrics Marktscreens laufend erhoben. Details zu dieser Datengrundlage finden Sie im Anhang oder im „PPCmetrics Asset Manager Review 2012/2013“ im Internet unter www.marktscreen.ch. Die folgende Tabelle zeigt die Anzahl Track Records pro Anlagekategorie:

Tabelle 1: Anzahl Anbieter pro Anlagekategorie

Kategorie	Anzahl
Balanced	46
Bonds Global	27
Bonds Corporates	34
Bonds EmMa	60
Equities Switzerland	40
Equities Global	123
Insurance Linked Securities	11
Commodities	31
	372

Wie aus der Tabelle ersichtlich ist, steht den Investoren in jeder Kategorie eine breite Palette an Vermögensverwaltern zur Verfügung. In unserer historischen Simulation wählen Anleger jeweils einen der Vermögensverwalter, der im Zeitraum zwischen 2008 und 2010 zu den besten 25%

gehörte. Nach zwei Jahren misst der Anleger den „Erfolg“ seiner Auswahl. Wird dies für unendlich viele Investoren wiederholt, ergeben sich die in der folgenden Tabelle ersichtlichen Resultate. Es handelt sich dabei um durchschnittliche Anlageleistungen im Vergleich zur Benchmark (relative Rendite).

Tabelle 2: Ergebnisse der Mandatsvergaben anhand der historischen Anlageleistung

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	
Balanced	3.4%*	3.7%*	3.7%*	-1.3%	-0.3%	12
Bonds Global	4.7%*	9.4%*	5.2%*	1.6%	3.3%	7
Bonds Corporates	6.5%*	8.1%*	4.7%*	0.0%	3.4%	9
Bonds EmMa	5.6%*	11.5%*	4.3%*	-2.6%*	0.6%	15
Equities Switzerland	4.8%*	6.6%*	7.4%*	-1.7%	0.7%	10
Equities Global	7.3%*	9.7%*	7.2%*	-0.9%*	0.3%*	31
Insurance Linked Securities	9.4%*	12.0%*	9.6%*	-1.1%	2.7%	3
Commodities	13.3%*	13.6%*	12.6%*	2.1%	1.9%	8

Berechnungen PPCmetrics AG

* signifikant abweichend vom Mittelwert der übrigen Mandate bei einem Signifikanzniveau von 95%

Die Tabelle zeigt die Anlageresultate der Vermögensverwalter, welche vor der Mandatsvergabe die höchsten relativen Renditen auswiesen. Aus diesem Grund hat sich die Anzahl Vermögensverwalter im Vergleich zur Tabelle 1 stark reduziert. Die Spalten -3 bis 0, -2 bis 0 und -1 bis 0 zeigen die annualisierten relativen Renditen vor Mandatsvergabe über drei, zwei Jahre und ein Jahr. Die Spalten 0 bis 1 und 0 bis 2 Jahre zeigen die annualisierten relativen Renditen im ersten Jahr resp. über zwei Jahre nach der Mandatsvergabe.

Auf den ersten Blick fällt auf, dass die besten 25% vor der hypothetischen Mandatsvergabe eine deutlich bessere Anlagerendite hatten als in der Periode danach. Vermögensverwalter, die ein Mandat erhalten hatten, waren in unserem Beispiel nach Mandatsvergabe statistisch nicht mehr signifikant besser als die übrigen Manager. Bei den Emerging Market Bonds und Equities Global waren die gewählten Manager statistisch sogar *signifikant schlechter* als die übrigen Vermögensverwalter. Die gewählten Manager in den Bereichen Balanced, Obligationen Emerging Markets, Aktien Schweiz, Aktien Ausland und Insurance Linked Securities (ILS) verzeichneten in mindestens einem Jahr nach Mandatserteilung *im Durchschnitt* eine Underperformance.

Unsere Simulationen zeigen, dass eine Auswahl der Vermögensverwalter auf der Basis historischer Anlageleistungen nur selten zu dem erhofften Erfolg geführt hat, nämlich ein überdurchschnittlich gutes Anlageresultat zu erzielen. Es war zum Teil sogar das Gegenteil der Fall, nämlich dass Manager ausgewählt wurden, welche nach Mandatserteilung signifikant schlechter waren als die restlichen Vermögensverwalter. Dieser Umstand hängt primär mit der fehlenden *Persistenz von Anlageleistungen* zusammen, die in der nachfolgenden Literaturübersicht näher beschrieben wird.

3. Literaturübersicht: Persistenz der Anlageleistung

Die Persistenz der Anlageleistungen wurde oft empirisch untersucht – mit teilweise unterschiedlichen Resultaten.

Der Fokus lag zunächst auf Aktienfonds für Privatinvestoren, hauptsächlich wegen der besseren Datenverfügbarkeit. Zusammengefasst kann gesagt werden, dass die empirische Evidenz bezüglich persistenter Anlageleistungen von Aktienfonds-Managern nicht klar ist. Demzufolge lässt sich zumindest feststellen, dass eine Auswahl rein auf Basis der Renditen von Aktienmanagern fragwürdig ist.

In den ersten Studien wurden die relativen Renditen, also die Mehrrenditen gegenüber einer Benchmark, als Vergleichsmass verwendet (vgl. Hendricks, Patel und Zeckhauser (1993), Brown und Goetzmann (1995) und Blake, Elton und Gruber (1996)). In allen drei erwähnten Studien wurde festgestellt, dass Vermögensverwalter hinsichtlich ihrer relativen Renditen keine oder nur eine geringe Persistenz hatten. Keine Persistenz bedeutet in diesem Zusammenhang, dass eine positive relative Anlageleistung eines Vermögensverwalters im vergangenen Jahr nicht zu einer positiven relativen Rendite im Folgejahr geführt hat.

In der zweiten Generation von Studien wurde zur Adjustierung des eingegangenen Risikos das Capital Asset Pricing Model (CAPM) von Sharpe (1964) und Lintner (1965) benutzt. Auch mit dieser Methodik konnten nur geringe persistente Anlageleistungen nachgewiesen werden (vgl. Brown und Goetzmann (1995) und Wermers (1996)).

In der dritten Generation von Studien wurden Modelle von Fama und French (1993) bzw. Carhart (1997) angewandt, welche den Small-Cap-, Value- und Momentum-Effekt berücksichtigen (vgl. das entsprechende PPCmetrics Research Paper zu Risikoprämien auf www.marktscreen.ch). Diese dritte Generation von Studien konnte keine Persistenz mehr in der

Performance der Vermögensverwalter nachweisen (Carhart (1997) und Barras, Scaillet und Wermers (2010)). Jedoch gab es auch verschiedene Studien, die zumindest eine kurzfristige (Bollen und Busse (2005)) resp. längerfristige Persistenz in den Anlageleistungen feststellen konnten (Kosowski, Timmermann, Wermers und White (2006)).

Auf dem Gebiet der Obligationenfonds für Privatinvestoren sind die Studien dünner gesät. Das Bild bei den Obligationen ist zwar etwas einheitlicher als bei den Aktien, jedoch zu wenig konsistent, um daraus folgern zu können, dass eine primär auf Performance fokussierte Auswahl sinnvoll wäre.

In einer frühen Studie von Blake, Elton und Gruber (1993) wurde mit verschiedenen Faktormodellen keine Persistenz gefunden. Vier weitere Studien verwenden die Sharpe Ratio als Performance-Mass. Diese Kennzahl besteht aus dem Quotienten der Mehrrendite gegenüber einer risikolosen Anlage und der Volatilität. Philpot, Hearth, Rimbey und Schulman (1998) konnten damit keine Persistenz nachweisen, hingegen fanden verschiedene andere Studien über kurze Zeiträume persistente Anlageleistungen (vgl. Philpot, Hearth und Rimbey (2000) und Polwitoon und Tawatnuntachai (2006)). Auch Silva, Cortez und Armada (2005) konnten mit dieser Methodik eine gewisse Persistenz belegen, welche jedoch mehrheitlich auf eine anhaltend schlechte Performance von einigen Fonds zurückzuführen war. Weiter wiesen auch Droms und Walker (2006) mit absoluten Renditen als Performance-Mass sowie Huji und Derwall (2008) mit einem 3-Faktormodell persistente Anlageleistungen nach.

Gelten diese Erkenntnisse auch für Vermögensverwalter, die Gelder von institutionellen Investoren verwalten? „Nicht unbedingt“, argumentieren Christopherson, Ferson und Glassman (1998). Es sei zu erwarten, dass die besten Vermögensverwalter eher im institutionellen Bereich anzutreffen sind, da dort die verwalteten Vermögen und damit die Entlohnung am grössten seien. Zudem sollten dort persistent schlechte Vermögensverwalter seltener vorkommen, da sich institutionelle Investoren im Gegensatz zu privaten Investoren eine systematische Überwachung der Vermögensverwalter leisten können. Auch weil es bei institutionellen Investoren meistens um sehr viel Geld ginge, würden sie schlechte Anlageleistungen weniger lange tolerieren als private Investoren. Dies sollte im Allgemeinen zu einer besseren historischen Anlageleistung führen, was von Evans und Fahlenbach (2012) bestätigt wurde.

Bezüglich Persistenz in den Anlageleistungen von Vermögensverwaltern für institutionelle Investoren ist aufgrund der fehlenden Datengrundlage in den wissenschaftlichen Zeitschriften deutlich weniger zu finden. Lakonishok, Shleifer und Vishny (1992) ver-

wenden die absoluten Renditen von institutionellen Aktienfonds als Performance-Mass. Auf diese Weise konnte eine Persistenz über Zeiträume von zwei bis drei Jahren nachgewiesen werden. Christopherson, Ferson und Glassman (1998) wiesen mittels CAPM persistente Anlageleistungen bei institutionellen Vermögensverwaltern im Bereich Aktien nach (Fonds und Einzelmandate). In der aktuellsten Studie von Busse, Goyal und Wahal (2010) konnte mit dem Modell von Carhart (1997) auch bei den Vermögensverwaltern, die Gelder für institutionelle Investoren verwalten, keine Persistenz nachgewiesen werden. Die Befunde zur Persistenz sind folglich sowohl bei Anlagen für Privatinvestoren als auch für institutionelle Investoren heterogen. Mit neueren Modellen, welche eine Adjustierung des Risikos berücksichtigen, konnte aber nur selten eine Persistenz über längere Zeiträume nachgewiesen werden. Diese fehlende Persistenz sowohl bei Aktien- als auch Obligationenportfolios führt dazu, dass eine Auswahl aufgrund der historischen Performance sehr fraglich erscheint.

4. Fazit

Bei der Beurteilung von Vermögensverwaltern fällt der erste Blick häufig auf die historische Anlageleistung. Historische Simulationen sowie die empirische Evidenz zeigen, dass eine Auswahl rein aufgrund der historischen Anlageleistungen wenig erfolgversprechend ist. Konkret führt eine solche Auswahl tendenziell dazu, dass nicht nur die „falschen“ Vermögensverwalter ausgewählt werden, sondern dass auch die Vermögensverwalter zu häufig ausgewechselt werden. Diese Wechsel ziehen zum Teil hohe Transaktionskosten nach sich. Bei der Auswahl von Vermögensverwaltern sollten deshalb sowohl qualitative Aspekte als auch die Kosten in die Evaluation miteinbezogen werden.

5. Literatur

- Barras L., Scaillet O., Wermers R., 2010. False Discoveries in Mutual Fund Performance: Measuring Luck in Estimated Alphas. *Journal of Finance* 65, 179-216.
- Blake C. R., Elton E. J., Gruber M. J., 1993. The Performance of Bond Mutual Funds. *Journal of Business* 66, 371-403.
- Blake C. R., Elton E. J., Gruber M. J., 1996. The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Fund Performance. *Journal of Business* 69, 133-157.
- Bollen N., Busse J., 2005. Short-term Persistence in Mutual Fund Performance. *Review of Financial Studies* 18, 569-597.
- Brown S. J., Goetzmann W. N., 1995. Performance Persistence. *Journal of Finance* 50, 679-698.
- Busse J. A., Goyal A., Wahal, S., 2010. Performance and Persistence in Institutional Investment Management. *Journal of Finance* 65, 765-790.
- Carhart M. M., 1997. On Persistence in Mutual Fund Performance. *Journal of Finance* 52, 57-82.
- Christopherson J. A., Ferson W. E., Glassman D. A., 1998. Conditioning Manager Alphas on Economic Information: Another Look at the Persistence of Performance. *Review of Financial Studies* 11, 111-142.
- Droms W. G., Walker D. A., 2006. Performance Persistence of Fixed Income Mutual Funds. *Journal of Economics and Finance* 30, 347-355.
- Evans, R.B., Fahlenbach, R., 2012. Institutional Investors and Mutual Fund Governance: Evidence from Retail – Institutional Fund Twins. *Review of Financial Studies* 25, 3530-3571.
- Fama E. F., French K. R., 1993. Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics* 33, 3-56.
- Goyal A., Wahal, S., 2008. The Selection and Termination of Investment Management Firms by Plan Sponsors. *Journal of Finance* 63, 1805-1847.
- Hendricks D., Patel J., Zeckhauser R., 1993. Hot Hands in Mutual Funds: Short-run Persistence of Performance, 1974-88. *Journal of Finance* 48, 93-130.
- Huij J., Derwall J., 2008. "Hot Hands" in Bond Funds. *Journal of Banking & Finance* 32, 559-572.

Jegadeesh N., Titman S., 1993. Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. *Journal of Finance* 48, 65-91.

Kosowski R., Timmermann A., Wermers R., White H., 2006. Can Mutual Fund "Stars" really pick Stocks? New Evidence from a Bootstrap Analysis. *Journal of Finance* 61, 2551-1595.

Lakonishok J., Shleifer A., Vishny R.W., 1992. The Structure and Performance of the Money Management Industry. *Brookings Papers: Microeconomics*, 339-391.

Lintner J., 1965. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *Review of Economics and Statistics* 47, 13-37.

Philpot J., Hearth D., Rimbey J. N., Schulman C. T., 1998. Active Management, Fund Size, and Bond Mutual Fund Returns. *The Financial Review* 33, 115-126.

Philpot J., Hearth D., Rimbey J.N., 2000. Performance Persistence and Management Skill in Non-conventional Bond Mutual Funds. *Financial Services Review* 9, 247-258.

Polwitoon S., Tawatnuntachai O., 2006. Diversification Benefits and Persistence of US-based Global Bond Funds. *Journal of Banking & Finance* 30, 2767-2786.

Sharpe W. F., 1964. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance* 19, 425-442.

Silva F., Cortez M. C., Armada M. R., 2005. The Persistence of European Bond Fund Performance: Does Conditioning Information Matter? *International Journal of Business* 10, 341-362.

Wermers R., 1996. Momentum Investment Strategies of Mutual Funds, Performance Persistence, and Survivorship Bias. Working Paper, Graduate School of Business and Administration, University of Colorado at Boulder, Boulder, Col.

6. Anhang: PPCmetrics Marktscreens

Um aktuelle Informationen von Vermögensverwaltern zu erhalten, führen wir regelmässig breite Marktscreens für eine spezifische Anlagekategorie resp. einen Mandatstyp durch. Anhand von strukturierten Fragebögen werden aktuelle Informationen über die Anbieter, die personellen Ressourcen, die Ausbildung und Erfahrung der Teams, die Investitionsansätze, das Portfolio sowie die Kosten und historische Anlageleistung etc. eingeholt. Jeder Vermögensverwalter kann kostenlos teilnehmen.

Diese Marktscreens dienen institutionellen Anlegern als transparentes Instrument, um anhand von über 100 qualitativen und quantitativen Filter- und Beurteilungskriterien eine Vorauswahl der für das Ausschreibungsverfahren geeigneten Kandidaten zu treffen. Unsere offene Datenbank umfasst derzeit über 2'000 Anbieter und Produkte.

Bei den verwendeten Track Records handelt es sich um Brutto-Renditen, d.h. vor Abzug aller Kosten für die Vermögensverwaltung.

Autoren



Dr. Hansruedi Scherer

Partner

Dozent an der Fachschule für Personalvorsorge, am IFZ, an der Universität Bern und am KGP-Seminar



Oliver Kunkel

Senior Consultant

Dozent an der Universität Zürich / CUREM und an der Hochschule Luzern



Oliver Strub

Investment Consultant

Ehemaliger Assistent in der Lehre und Forschung bei Prof. Dr. Norbert Trautmann, Extraordinariat für Quantitative Methoden an der Universität Bern



Financial Consulting, Controlling & 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
www.ppcmmetrics.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
www.ppcmmetrics.ch

Die PPCmetrics AG (www.ppcmmetrics.ch) ist ein führendes Schweizer Beratungsunternehmen für institutionelle Investoren (Pensionskassen, etc.) und private Anleger. Die PPCmetrics AG berät ihre Kunden bei der Anlage ihres Vermögens in Bezug auf die Definition der Anlagestrategie (Asset- und 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).