

Wissenschaftliches Fondsresearch (neue Serie, 1. Folge)

Verlierer bleiben Verlierer

Von Matthias Weber

Beginnen wir mit einem Gedankenexperiment: In einem Universum von 500 Fonds schlagen jedes Jahr 50% der Fondsmanager den Vergleichsindex. Nach einem Jahr liegen also 250 Fondsmanager mit ihrem Produkt über dem Index, nach zwei Jahren sind es noch 125, die ihren Erfolg vom Vorjahr wiederholen können. Nach drei Jahren sind es 62, nach vier 31. Nach sieben Jahren bleiben vier Manager, die Jahr für Jahr die Benchmark übertreffen.

Leicht vorstellbar, dass diese Gewinner als Finanzgenies bezeichnet werden; Wirtschaftspressen und Ratingagenturen werden sie hochjubeln, das Geld wird in Massen in ihre Fonds strömen. Die Fondsgesellschaften werden die vier Manager nur mit Mühe halten können; wahrscheinlich gründen sie eigene Gesellschaften, und ihre Fonds werden geschlossen sein, bevor sie den ersten Franken investieren.

Den Fähigsten finden

Gewinner wird es also immer geben – womit noch nichts über ihre Fähigkeiten gesagt ist. Das Ziel der Fondsauswahl ist nicht, den Besten der Vergangenheit zu finden, mag die Versuchung angesichts der Einfachheit dieses Verfahrens noch so gross sein. Das Ziel liegt vielmehr darin, im Voraus zu erkennen, wer das Potenzial hat, künftig die beste Performance zu erreichen. Den Glücklichen zu finden, dürfte unmöglich sein. Den Fähigsten zu finden, ist auch nicht ganz einfach: Sein Performanceausweis ist durch Glück und Pech «verunreinigt». Und selbst wenn wir die Fähigsten gefunden haben, wissen wir noch nicht, was wir daraus für die Zukunft ableiten können. Denn die Voraussetzungen mögen sich geändert haben: Fondsvolumen, Kosten, Team und Führung, Entscheidungsprozesse oder Motivation des Managers.

Wer Fonds bzw. Fondsmanager auswählt, muss die Faktoren kennen, die die künftige Performance beeinflussen. Es existiert eine Vielzahl von wissenschaftlichen Arbeiten, die den Erfolgsfaktoren im Fondsmanagement nachgehen. Diese Artikelserie, die mit der heutigen Ausgabe beginnt, basiert auf Erkenntnissen von wissenschaftlichen Arbeiten, die in den letzten fünfzehn Jahren in führenden Fachzeitschriften publiziert wurden. Das Schwergewicht dieser Studien liegt auf traditionellen Fonds, nicht auf Hedge Funds. Die Resultate werden in dieser Serie aus der Sicht eines Praktikers analysiert – theoretischer Ballast und absurd konstruierte Erkenntnisse sollen eliminiert und der Fokus auf das in der täglichen Fondsanalyse Anwendbare gerichtet werden.

Eine Reihe der Studien ist öffentlich verfügbar, unter www.econpapers.repec.org oder <http://scholar.google.ch>, wenn man mit Stichworten wie «Performance Persistence» und «Mutual Funds» sucht. Auch auf der Homepage von Finanzfakultäten und Professoren wird man fündig. Wohl über 90% der Studien stammen aus den USA, einige aus Grossbritannien, wenige aus Skandinavien und Deutschland, leider fast keine aus der Schweiz. Da sich die US-Studien auch mit Märkten ausserhalb der USA befassen und Asset Management ein globales Geschäft ist, lassen sich die Resultate auch aus europäischer Perspektive einsetzen.

Die meisten Arbeiten versuchen mit der Analyse vergangener Performance auf die Zukunft zu schliessen, mit diesem Thema wollen wir die Artikelserie starten. In der Folge untersuchen wir die Fondsgesellschaft mit Eigentümerstruktur, Organisationsform und Geschäftsfokus. Danach befassen wir uns mit dem Fondsmanager, seinen Eigenschaften, den Entscheidungsprozessen und dem optimalen Grad an Aktivität in der Verwaltung des Portfolios. Schliesslich fragen wir uns, welche Rolle Fondsgrösse, Kosten und Ratings in der Fondsauswahl spielen sollen.

Heute ist die Meinung weit verbreitet, Anlagefonds könnten ihre Benchmark nicht systematisch übertreffen. Dies lässt sich gut begründen mit einer wegweisenden Studie von Carhart: Er untersuchte fast 1900 US-Aktienfonds von 1962 bis 1993, wobei er auch in der Zwischenzeit liquidierte oder fusionierte Fonds berücksichtigte, um den Survivorship Bias zu minimieren. Carhart teilte die Fonds auf

Basis der Vorjahresperformance in zehn Gruppen (Dezile) auf und untersuchte die Performance im Folgejahr. Sein Resultat: Wer die Fonds des ersten Performance-dezils des Vorjahres kauft, schneidet im nächsten Jahr um 8% Prozent besser ab, als wenn er das letzte, d. h. das schlechteste Dezil gekauft hätte.

Kurzfristig besteht also eine starke Persistenz der Performance. Weil die Fondsmanager so gut sind? Oder gibt es andere Gründe? Denn sofern sich die Überperformance mit systematischen Faktoren erklären lässt, braucht es keine aktiven Fondsmanager, sondern man kann das Portfolio passiv kostengünstiger nachbilden. Carhart prüfte deshalb folgende vier systematischen Beta-Faktoren: das Marktrisiko, die Marktkapitalisierung, Substanz versus Wachstumswerte und das Einjahresmomentum. Nur insofern sich die Performance nicht mit diesen vier Faktoren erklären lässt, will er auf eine Fähigkeit des Managers – ein Alpha – schliessen.

Tatsächlich ist das durchschnittliche Alpha aller Fonds in den ersten neun Dezilen leicht negativ und hängt in erster Linie von den unterschiedlichen Kosten ab. Die führenden Fonds hatten ihre Outperformance nicht dem Alpha des Managers, sondern ihrem Exposure zu gewinnbringenden Beta-Faktoren zu verdanken: Die Erfolgreichen hielten offensichtlich deutlich mehr Nebenwerte und Titel mit gutem Momentum, während Marktbeta und Positionierung in Substanz- und Wachstumswerten keinen Einfluss hatten.

Selbst der Momentumeffekt scheint zufällig zu sein. Untersuchungen haben ergeben, dass die erfolgreichen Fondsmanager nicht systematisch Titel kauften, die im Vorjahr brillierten, sondern diese Papiere schon länger hielten und nun profitieren konnten.

Mit dem Vierfaktorenmodell lassen sich bereits 4,6% der 8% Performancedifferenz vom ersten zum zehnten Dezil erklären. Von den restlichen 3,4% entfallen 2,4% auf die Differenz zwischen dem neunten und dem zehnten Dezil. Es sind also vor allem die schlechtesten 10%, die deutlich abfallen, während die unerklärten Performanceunterschiede der übrigen 90% aller Fonds minim sind und sich weitgehend mit unterschiedlichen Kosten begründen lassen. Es braucht also keinerlei Fähigkeiten der Fondsmanager, um die Persistenz der Performance über ein Jahr zu erklären.

Wäre es vielleicht schlauer, nicht die Fonds mit der besten Vorjahresperformance zu wählen, sondern die mit dem höchsten Alpha, basierend auf dem Vierfaktorenmodell über die letzten drei Jahre? Tatsächlich erzielt das Dezil mit den höchsten historischen Alphas in der Folge eine schöne Outperformance – aber kaum ein Alpha: Die Outperformance basiert fast ausschliesslich auf dem hohen Exposure zu systematischen Faktoren.

Bessere Ergebnisse für Europa

Dieses Modell wurde von Otten und Bams für Länderaktienfonds von fünf europäischen Märkten angewandt. Gut schnitten generell die Nebenwertefonds ab, während bei den übrigen Aktienfonds für Deutschland leicht negative, für Frankreich, Italien und die Niederlande leicht positive Alphas resultierten. Einzig in Grossbritannien lieferten die Blue-Chips-Fonds signifikante Alphas.

Als erstes Fazit gilt somit: Fondsmanager mit schwacher Performance sind oft wirklich schlechte Manager und hatten nicht einfach nur Pech. Ohne weitere Informationen, etwa zu einem Managerwechsel, sind somit die schlechten Fonds der Vergangenheit zu meiden. Ob sich jedoch die Strategie lohnt, die Fonds mit dem höchsten historischen Alpha zu kaufen, lässt sich anhand dieser Studien noch nicht schlüssig beantworten – zu wenig signifikant sind die Resultate. Deshalb werden wir im nächsten Artikel neuere Studien mit verfeinerten statistischen Ansätzen auswerten, die zum Thema Performancepersistenz weitere interessante Erkenntnisse liefern.

Matthias Weber ist Partner der Ifund Services, Zürich. Die im Jahr 2000 gegründete Ifund Services bietet als unabhängiges Unternehmen institutionellen Kunden massgeschneiderte Lösungen im Bereich der Fonds an. Dazu gehören das Fondsresearch und Asset Management auf Fondsbasis.