
i-portfolio Standpunkte – 4. Quartal 2013

Selektionsmehrwert der Consultants

Geschätzte Benutzerinnen und Benutzer von www.i-portfolio.ch

In den i-portfolio Standpunkten Mai und Juni 2013 bin ich der Frage nachgegangen, ob es aktiven Vermögensverwaltern gelingt, einen Mehrwert zu schaffen und ihre jeweilige Messlatte / Benchmark zu übertreffen. Sowohl auf der Basis theoretischer Überlegungen (siehe Standpunkt Mai 2013) als auch mittels empirischer Auswertung der verfügbaren Datenquellen (siehe Standpunkt Juni 2013) bin ich zum Schluss gekommen, dass der Löwenanteil der aktiven Vermögensverwalter keinen Mehrwert schafft.

Ausgehend von diesem Befund kommt der aktiven Fondsauswahl die erfolgskritische Rolle zu, unter den vielen Nieten die wenigen Gewinner zu identifizieren. Doch nun kommt die Hiobsbotschaft: eine neue Studie aus Oxford behauptet, dass der Selektionsbeitrag der mit der Fondsevaluation betrauten Berater negativ ist – konkret, dass die von den Beratern empfohlenen aktiven Fonds schlechter abschneiden als die Gesamtheit aller aktiven Fonds.

Ich möchte Ihnen die Ergebnisse dieser brandaktuellen Studie nicht vorenthalten: Deshalb befasst sich der vorliegende Standpunkt mit dieser Studie – namentlich mit den zu Grunde liegenden Daten, der gewählten Untersuchungsmethode, den empirischen Resultaten und schliesslich den daraus gefolgerten Schlüssen.

Ich wünsche Ihnen eine angeregte Lektüre!



Dr. Ueli Mettler, Partner c-alm AG



i-portfolio Standpunkte 4. Quartal 2013: Selektionsmehrwert der Consultants

Die Datengrundlage, der Aufbau und die Ergebnisse der Oxford-Studie¹ sind [Übersicht](#) nachfolgend in der Übersicht zusammengestellt:

Die Studie in Kürze	
DATENGRUNDLAGE	
Quelle	Greenwich Associates; Jährliche Erhebungen der Fondsempfehlungen bei Consultants
Teilnehmer	29 Consultants mit 90 Prozent Marktanteil weltweit
Fondsuniversum	Aktiv bewirtschaftete US Aktienfonds
Zeitraum	1999-2011
METHODE	
Scores	Verdichtung der Fondsempfehlungen zu fondsspezifischen Scores
Frage 1	Welche Faktoren bestimmen die Scores?
Frage 2	Wie gut (schlecht) schneiden die Fonds mit überdurchschnittlichem (unterdurchschnittlichem) Score ab?
Frage 3	Sind Scores relevant?
ERGEBNISSE	
Antwort 1	Die Scores hängen ab von: a) Vergangene Performance b) "Soft Factors" (c) Anlagevolumen
Antwort 2	Fonds mit gutem Score schneiden gegenüber der Gesamtheit aller Fonds unterdurchschnittlich ab
Antwort 3	Fonds mit gutem Score erhalten in der Folgeperiode überdurchschnittliche Kapitalzuflüsse
KONKLUSIONEN	
Folgerung 1	Die Berater schaffen keinen Selektionsmehrwert
Folgerung 2	Die Mandatierung eines Beraters erfolgt nicht in erster Linie wegen dessen Selektionsmehrwert.

Die Autoren der Studie greifen auf Datenmaterial des Beratungsunternehmens Greenwich Associates zurück. Greenwich erhebt seit 1988 die Fondsempfehlungen der weltweit führenden Pensionskassenberatungsunternehmen. Die vorliegende Studie beschränkt sich aus Gründen der Datenqualität und –quantität auf Produktempfehlungen im Segment Aktien USA, aktiv und für den Zeitraum 1999-2011. Die dafür interviewten 29 Beratungsunternehmen weisen gemäss den Studienautoren in den USA einen Marktanteil von 91% bzw. weltweit 90% auf.

[Datengrundlage und Analyse-methode](#)

Die Studie bestätigt, dass die meisten Consultants neben der historischen Performance verschiedene Daten und Informationen verwenden, um die Qualität und das Erfolgspotenzial eines Managers bzw. dessen Anlagefonds zu evaluieren. Die verwendeten Informationen lassen sich gemäss der sogenannten „5P“-Kriterien

[Ergebnisse I: Was treibt die Empfehlungen?](#)

¹ Jenkinson, T. / Jones, H. / Martinez, J. V. (2013): „Picking winners? Investment consultants' recommendations of fund managers“, Working paper, Universität Oxford

i-portfolio Standpunkte 4. Quartal 2013: Selektionsmehrwert der Consultants

(Prozess; Personen; Produkt; Performance; Preis) gliedern. Die in der Studie untersuchten Beurteilungsfaktoren und deren Einfluss auf die von den Consultants abgegebenen Scores ist nachfolgend illustriert:

Schlüsselfaktoren für Fondsempfehlungen		
"5P"-Kriterien	In der Studie untersuchte Beurteilungsfaktoren	Erklärungsgehalt für Scores
Prozess	Konsistente Anlagephilosophie	***
	Klarer Entscheidungsprozess	*
Personen	Fähige Portfolio Manager	***
	Qualität Relationship Management	**
Produkt	Grösse des Fonds ("AuM")	***
Performance	Vergangene Performance	**
Preis		

Legende: Die Spalte „Erklärungsgehalt für Scores“ enthält den Zusammenhang zwischen den einzelnen Variablen und den von den Consultants abgegebenen Scores; *** für statistisch sehr signifikant (>99%), ** für statistisch signifikant (>95%), * für leicht signifikant (>80%)

Bezüglich der untersuchten Beurteilungsfaktoren nehmen mit der Konsistenz der Anlagephilosophie und der Qualitätsbeurteilung des Portfolios bzw. Relationship Managements sogenannte „Soft Factors“ eine bedeutende Rolle für die Empfehlung eines Anlagefonds ein. Erwartungsgemäss hat aber auch die vergangene Fondspersormance (signifikanten) Einfluss auf die Empfehlungen der Consultants. Schliesslich stellt die Studie fest, dass die Gruppe der von den Consultants empfohlenen Fonds mit durchschnittlich USD 4 Mrd. Fondsvolumen das Durchschnittsvolumen aller betrachteten Fonds, das bei rund CHF 1.5 Mio. liegt, substantiell übertrifft. Ob die überdurchschnittliche Grösse der empfohlenen Fonds ein bewusstes Selektionskriterium oder aber vielmehr Resultat einer Kapazitätsrestriktion darstellen, lässt sich nicht abschliessend beantworten. Inwieweit der Preis bzw. die Gebühren bei der Fondsevaluation eine Rolle spielt, wird von Greenwich nicht erhoben und damit auch in der Studie nicht thematisiert.

Wichtige Soft Factors, aber auch hist. Performance und AuM

i-portfolio Standpunkte 4. Quartal 2013: Selektionsmehrwert der Consultants

Die von den Consultants empfohlenen Fonds (7.13% ann. Rendite) schneiden im Vergleich zu den nicht empfohlenen Fonds (8.13% ann. Rendite) über den Untersuchungszeitraum substantiell schlechter ab. Obwohl der Vergleich nur aktive US Aktienfonds beinhaltet, umfasst der Vergleich doch die ansehnliche Zahl von ca. 2'000 Fonds, rund ein Viertel davon wird von den Consultants positiv bewertet und zum Kauf empfohlen.

**Ergebnisse II:
Empfohlene Fonds
schneiden schlecht
ab!**

Obwohl die Consultant-Empfehlungen offenbar nicht zu werthaltigeren Investitionsentscheidungen führen, so scheinen sie doch den Neugeldzufluss in die Fonds massgeblich zu beeinflussen: Ein Fonds, der bei allen Consultants auf die Empfehlungsliste kommt, darf im Folgejahr durchschnittlich mit Neugeldzufluss von 29% des bestehenden Fondsvolumens rechnen. In diesem Sinne haben Consultant-Empfehlungen eine hohe **Relevanz!**

**Ergebnisse III:
Empfehlungen
führen zu
Kapitalflüssen**

Die Studie diskutiert angesichts der Tatsache, dass der Selektionsbeitrag der Consultants negativ ist, deren Existenzberechtigung im Dienstleistungsbereich Produktevaluation. Die Autoren erklären sich die nichtsdestotrotz ungebrochene Nachfrage nach dieser Dienstleistung mit deren „Feigenblatt“-Charakter: Ein institutioneller Anleger kauft mit dem Einbezug eines Consultants in die Produktselektion auch den Nachweis mit ein, dass die Produktauswahl gemäss „professioneller“ Kriterien durchgeführt wird.

**Konklusionen der
Studie**

Bevor die Ergebnisse der Studie zu stark verallgemeinert werden, ist doch noch der Mahnfinger zu heben: obwohl die Consultant-Abdeckung in der Studie hervorragend (29 Consultants mit 90% Marktanteil weltweit), der Untersuchungszeitraum (1999-2011) genügend und die Anzahl der untersuchten Fonds (rund 2000) mehr als ausreichend ist, beziehen sich alle Aussagen immer nur auf das Anlagesegment US Aktien. Es gibt zwar keine zwingenden Gründe, wieso in anderen, ähnlich gearteten Anlagesegmenten andere Ergebnisse resultieren würden, aber eine Beweisführung dafür gibt es (noch) nicht.

**Anwendbarkeit
der Ergebnisse**

Die Ergebnisse der vorliegenden Studie bekräftigen uns in dem von uns gewählten Evaluationsansatz, den wir auch im i-portfolio Standpunkt Juli bereits in ausführlicher Form ausgerollt haben:

Konklusionen der
c-alm

1. Die auf traditionellen Evaluationsansätzen beruhenden Manager- und Produktauswertungen bringen für die Selektion von aktiven Managern / aktiv bewirtschafteten Produkten keinen (Selektions-) Mehrwert für den Anleger! Aus diesem Grund verzichtet die c-alm auf die Anwendung eines solchen Ansatzes für die Evaluation aktiv bewirtschafteter Fonds.

2. Alternative 1: Indexierte Umsetzung

Bei Produktevaluationen in den liquiden / kotierten Anlagesegmenten bietet sich deshalb entweder ein indexierter Anlagestil an oder aber man evaluiert aktive Fonds / Manager nach grundlegend anderen Kriterien.

3. Alternative 2: Anreizgerechte Tarifgestaltung

Als alternative Auswahlmethode für aktive Fonds / Manager propagieren wir das Konzept der „anreizgerechten Tarifierung“, das aktive Vermögensverwalter bezüglich des abgegebenen Leistungsversprechens konsequent in die Verantwortung nimmt. Für die Grundzüge dieser Tarifgestaltung, die nur noch für effektiv talentierte Vermögensverwalter ökonomisch attraktiv ist, verweisen wir Sie, liebe Leser, an die letzte Juli-Ausgabe des i-portfolio Standpunktes.

Impressum



Betreiber-
unternehmen

Rechtsform: AG nach Schweizer Recht
Gründungsdatum: 1. Juli 2005
Firmensitz: St. Gallen
Anzahl Mitarbeiter: 21
Dienstleistungen: Beratung & Software
Kunden: Pensionskassen, Banken, Versicherer
Assets under Consulting: Über 100 Mrd. CHF
Homepage: www.c-alm.ch

Ihre Ansprechpartner für www.i-portfolio.ch sind:

Kontakt und
Support



Dr. Ueli Mettler
Partner, c-alm AG



Damian Real, M.A.
Consultant, c-alm AG

Mail: info@i-portfolio.ch

Wir wollen den Leser darauf aufmerksam machen, dass jegliche Allokations- und **Disclaimer** Umsetzungsvorschläge in diesem Dokument zu empfindlichen Wertebussen – ja sogar zu einem Totalverlust führen können. Dies liegt in der Natur der Finanzmärkte. Die c-alm AG als Betreiberin von www.i-portfolio.ch haftet nicht für entstandene Verluste oder Schäden. Die in diesem Dokument enthaltenen Ausführungen spiegeln lediglich die Sicht der Autoren wieder und können von den tatsächlichen Gegebenheiten abweichen. Die c-alm AG lehnt jegliche Haftung für Schaden, der aus dem Inhalt dieses Dokuments entstehen könnte ab.