

## Zusammenfassung Dissertation Dr. Peter Lückoff

Peter Lückoff, „*Mutual Fund Performance and Performance Persistence: The Impact of Fund Flows and Manager Changes*“, erschienen in der Schriftenreihe „Geld-Banken-Börsen“, DUV Gabler, Wiesbaden, 2011, 588 Seiten. Disputation am 01. November 2010, Note „Summa cum laude“.

### Ergebnisse der Arbeit

Wenn es gute und schlechte Fondsmanager oder erfolgreiche und weniger erfolgreiche Investmentstile gibt, dann sollten über die Zeit hinweg persistente Unterschiede in der Anlageperformance von Investmentfonds zu beobachten sein. Guten Fondsmanagern sollte es über mehrere Perioden hinweg gelingen, eine höhere risikoadjustierte Rendite zu erzielen als ihre weniger begabten Kollegen. Eine Vielzahl wissenschaftlicher Studien weist jedoch seit den 90er Jahren darauf hin, dass die Anlageperformance von Investmentfonds nicht persistent ist. Vielmehr kehrt die Anlageperformance sowohl von im letzten Jahr outperformenden Investmentfonds („Gewinner-Fonds“) als auch von underperformenden Investmentfonds („Verlierer-Fonds“) im Folgejahr zum Mittelwert zurück. Die gängige Interpretation dieser Beobachtung in der wissenschaftlichen Literatur ist, dass sich Fondsmanager nicht signifikant in ihren Fähigkeiten unterscheiden, sondern dass die Unterschiede in der Performance des vergangenen Jahres ein Resultat von Glück (oder Pech) und nicht von Können war.

Die vorliegende Arbeit hinterfragt diese Schlussfolgerung und analysiert, ob andere Faktoren die Entwicklung der Investmentperformance über die Zeit hinweg erklären können. Basierend auf den theoretischen Argumenten und empirischen Ergebnissen eröffnet sich eine neue Interpretation: es existieren sowohl auf dem Produktmarkt für Investmentfonds als auch auf dem Arbeitsmarkt für Fondsmanager Gleichgewichtsmechanismen, die zu diesem Ergebnis beitragen. Konkret handelt es sich bei diesen Faktoren, die die zukünftige Performance beeinflussen, um Mittelzuflüsse und Mittelabflüsse sowie Managerwechsel. Mit Hilfe der entwickelten Methoden und auf Basis dieser beiden Faktoren gelingt es, ex ante gute und schlechte Investmentfonds zu identifizieren und eine Differenz in der risikoadjustierten Performance (4-Faktoren-Alpha) zwischen beiden Gruppen von 5,6% p.a. vorherzusagen.

Investmentfonds mit einer sehr guten Performance in einer Periode sind in der Folgeperiode der Situation ausgesetzt, dass sie zum einen hohe Mittelzuflüsse erhalten und zum anderen der Manager basierend auf seinem Track Record häufig auf eine besser dotierte Position bei einem anderen Fonds wechselt. Das Wirken dieser beiden Mechanismen führt dazu, dass die Rendite des Fonds sich in der nächsten Periode relativ verschlechtert und zum Durchschnitt tendiert. Die Begründung für diesen Effekt liegt in zusätzlichen Transaktionskosten, die aus den Mittelzuflüssen resultieren und insbesondere in negativen Skaleneffekten bei aktivem Management. Fonds mit einer guten Performance, die den Gleichgewichtsmechanismen nicht ausgesetzt sind, weisen in der nächsten Periode immer noch eine überdurchschnittliche Performance auf. Entgegen der bisher herrschenden wissenschaftlichen Meinung scheint es

demnach doch Fonds zu geben, welche persistent ihre Benchmark schlagen können – jedoch nur solange wie die Gleichgewichtsmechanismen nicht wirken, also die Fonds keine hohen Mittelzuflüsse erhalten oder verhindern können und der Manager den Fond nicht verlässt, d.h. es der Fondsgesellschaft gelingt, den Fondsmanager zu halten .

Die Kehrseite der Medaille bilden die Verlierer-Fonds: bei den Fonds mit einer relativ schlechteren Performance in der ersten Periode führt das Wirken dieser Gleichgewichtsmechanismen, welche in diesem Fall als Governance Mechanismen interpretiert werden können, dazu, dass die Performance sich verbessert und sich ebenfalls der Durchschnittsperformance annähert. Interessanterweise funktionieren die beiden Gleichgewichtsmechanismen bei Verlierer-Fonds nur, wenn beide simultan wirken. Es scheint also Interaktionseffekte zwischen Mittelabflüssen und Managerwechsel zu geben. Nur wenn ein neuer Manager eingesetzt wird und dieser durch Mittelabflüsse dazu gezwungen wird gewisse Werte zu verkaufen, gelingt es in der Folgeperiode eine neutrale und nicht mehr signifikant negative Performance zu erzielen.

Die empirischen Ergebnisse deuten also darauf hin, dass Mittelabflüsse und Managerwechsel effiziente Gleichgewichtsmechanismen sind. Die Tatsache, dass frühere Studien keine Persistenz in der Performance von Investmentfonds gefunden haben, muss also nicht zwangsläufig bedeuten, dass es keine guten und schlechten Fondsmanager gibt. Vielmehr scheinen diese Ergebnisse zu einem signifikanten Teil ein Resultat dieser Gleichgewichtsmechanismen zu sein. Diese Aussage wird umso deutlicher, wenn man die Performancedifferenz zwischen guten und schlechten Fonds, also solchen die im vergangenen Jahr besser bzw. schlechter als ihre Benchmark abgeschnitten haben, vergleicht. Betrachtet man nur Fonds, die von keinem der beiden Gleichgewichtsmechanismen betroffen sind, also weder starke Mittelzuflüsse oder -abflüsse noch einen Managerwechsel haben, so beträgt die risikoadjustierte Performancedifferenz zwischen den zehn Prozent besten und den zehn Prozent schlechtesten Fonds des vergangenen Jahres 5,64% p. a. (siehe Abb. 1) Wenn nun beide Gleichgewichtsmechanismen gleichzeitig wirken, reduziert sich diese Performancedifferenz zwischen guten und schlechten Fonds des vergangenen Jahres auf -0,36% p.a. – die ursprüngliche Renditedifferenz wird also vollständig von den Gleichgewichtsmechanismen vernichtet. Aus diesem Ergebnis wird deutlich, dass durchaus zwischen guten und schlechten Fondsmanagern differenziert werden kann und dass Mittelzuflüsse und -abflüsse sowie Managerwechsel eine wichtige Rolle in der Erklärung von Investmentperformance spielen.

Diese Erkenntnisse werden aktuell in der Praxis sowohl von Investoren bei der Fondsauswahl als auch von Investmentfonds-Anbietern bei der Konstruktion von Anlageprodukten unzureichend bis gar nicht berücksichtigt. Alternative Fondskonstruktionen sowie der Teamstruktur stellen nur einige der Möglichkeiten dar, wie der negative Einfluss von Mittelzuflüssen und Managerwechseln auf die Fondsperformance verringert werden kann. Für die Politik und den Anlegerschutz sollte daraus die Forderung erwachsen, dass Investmentfonds zeitnäher ihre aktuellen Mittelzuflüsse und Mittelabflüsse veröffentlichen sollten und dass Managerwechsel unverzüglich bekanntzugeben sind. Zumindest würde dadurch eine Gleichstellung der verschiedenen Investorengruppen erreicht werden.

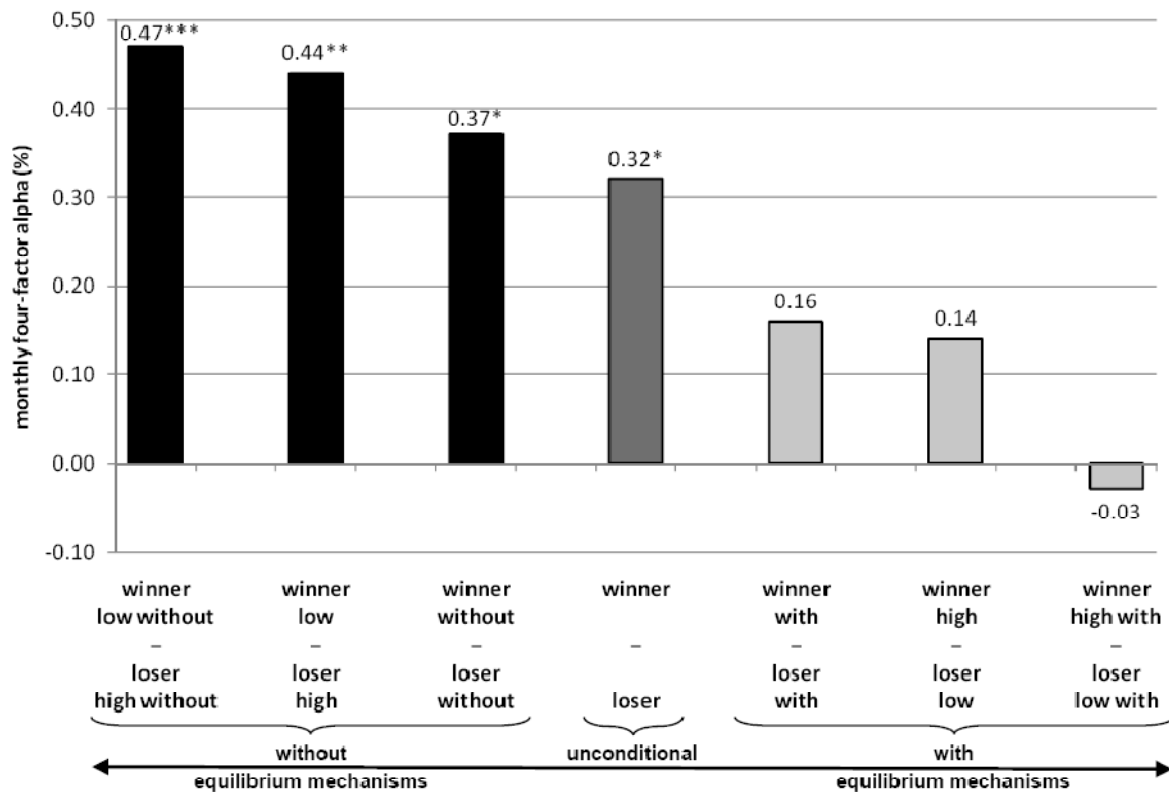
## **Gang der Arbeit, Daten und Methode**

Im ersten Teil der Arbeit wird das institutionelle Setting in dem Investmentfonds agieren diskutiert. Dabei liegt ein besonderer Fokus auf potentiellen Agency-Konflikten, welche dazu führen, dass eine offene Konstruktion von Fonds einer geschlossenen Variante vorzuziehen ist – obgleich Letztere vor dem negativen Einfluss von Mittelflüssen schützen würde. Im zweiten Teil wird diskutiert, wie Performance von Investmentfonds theoretisch korrekt zu ermitteln ist. Zudem wird theoretisch abgeleitet, wie Fondsmanager auf Mittelflüsse reagieren und welche Auswirkung dies auf die Performance haben sollte. Ebenso werden alternative Fondskonstruktionen vorgestellt, welche weniger stark von dem Mittelfluss-Mechanismus betroffen sind.

Im dritten Teil der Arbeit wird die empirische Analyse dargestellt. Die Datenbasis der empirischen Untersuchung ist die Investmentfonds-Datenbank des Center for Research in Security Prices (CRSP) der Universität von Chicago, welche die weltweit umfassendste Datenquelle für Investmentfonds darstellt. Die Stichprobe besteht aus knapp 4.000 Aktienfonds, welche hauptsächlich in US-amerikanische Aktien investieren und die betrachtete Periode umfasst den Zeitraum von Januar 1992 bis Dezember 2007. Methodisch werden primär Zeitreihenanalysen basierend auf Mehrfaktormodellen genutzt. Ausgangsbasis ist dabei das Vier-Faktoren-Modell, welches neben dem Marktindex auch Size-, Value- und Momentum-Effekte berücksichtigt. Dieses Modell wird erweitert um einen Liquiditätsfaktor sowie einen Mean-Reversion-Faktor, um auszuschließen, dass die Performanceunterschiede zwischen Fonds auf Aktienrenditen-Effekte zurückzuführen sind und so ein sauberes Maß für die Anlagefähigkeiten der Fondsmanager zu erhalten. Zur Schätzung kommt ein Bayesianischer Ansatz zum Einsatz, welcher es erlaubt, auch auf Basis kurzer Zeitreihen eine effiziente Schätzung der Performance zu gewährleisten, um so rollierend die Investmentfonds in Performance-Dezile einzuteilen. Die empirische Analyse beginnt mit einer allgemeinen Untersuchung von Performance-Persistenz, um dann die bereits oben beschriebenen Gleichgewichtsmechanismen detailliert zu untersuchen. Die Arbeit schließt mit einer Zusammenfassung.

## **Fazit**

Die aufgezeigten Erkenntnisse der Arbeit liefern neue Einsichten über die Anlageperformance von Investmentfonds. Die Arbeit erweitert die bestehenden Erkenntnisse der Determinanten der Performancepersistenz, da bisher keine Studien vorliegen, die den simultanen Einfluss von Mittelflüssen und Managerwechsel untersuchen. Sowohl die zugrundeliegenden Theorien als auch die verwendeten Methoden, wie beispielsweise die Weiterentwicklung von Mehrfaktorenmodellen sowie die Anwendung Bayesianischer Ansätze, stellen einen wichtigen Beitrag zum aktuellen Stand der Forschung dar. Institutionellen und privaten Investoren ist es somit möglich, auf Basis der Ergebnisse der Arbeit ex ante potenziell hochwertigere Anlageprodukte zu identifizieren und somit die Qualität ihrer Anlageentscheidungen sowie den eigenen Anlageerfolg zu erhöhen.



**Abb. 1:** Performance-Differenz zwischen Gewinner- und Verlierer-Fonds des vergangenen Jahres unter alternativen Annahmen bezüglich der Gleichgewichtsmechanismen

Dargestellt sind monatliche Performance-Spreads zwischen den 10% besten Fonds des vergangenen Jahres (Gewinner) und den 10% schlechtesten Fonds des vergangenen Jahres (Verlierer) basierend auf Vier-Faktor-Alphas. „Low“ („High“) bedeutet, dass die jeweiligen Fonds geringere (höhere) Netto-Mittelzuflüsse hatte als der Median. „With“ („Without“) bedeutet, dass die jeweiligen Fonds einen Managerwechsel (keinen Managerwechsel) hatten.