

Asset Manager Auswahl – Die Suche im Heuhaufen

Jürgen Huth
FAROS Investorentag am 12.09.2018

- Nur für professionelle Investoren und geeignete Gegenparteien -

Die Suche im Heuhaufen

Was sind die Gründe für die Suche im Heuhaufen?

- Hohe Kosten
- Fehlende Beständigkeit des Alphas (Persistenz)
- Fehlende Timing-Möglichkeit & Anlagedisziplin
- Herdentrend von Anlegern und Consultants
- ...

Warum macht es dennoch Sinn, sich auf die Suche im Heuhaufen zu begeben?

Sind aktive Investmentstrategien überhaupt erfolgreich?

Die Untersuchung von Cremers/Petajisto ergab, dass in der Periode von 1990 bis 2009 aktive Fonds durchschnittlich nach Kosten hinter der Benchmark liegen. Dennoch kann es sinnvoll sein, aktive Strategien zu verfolgen.

Strategie	Bruttorendite ggü. BM	Nettorendite ggü. BM
Stock Pickers	2,61	1,26
Concentrated	1,64	-0,25
Factor Bets	0,06	-1,28
Moderately Active	0,82	-0,52
Closed Indexers	0,44	-0,91
Gesamt	0,96	-0,41

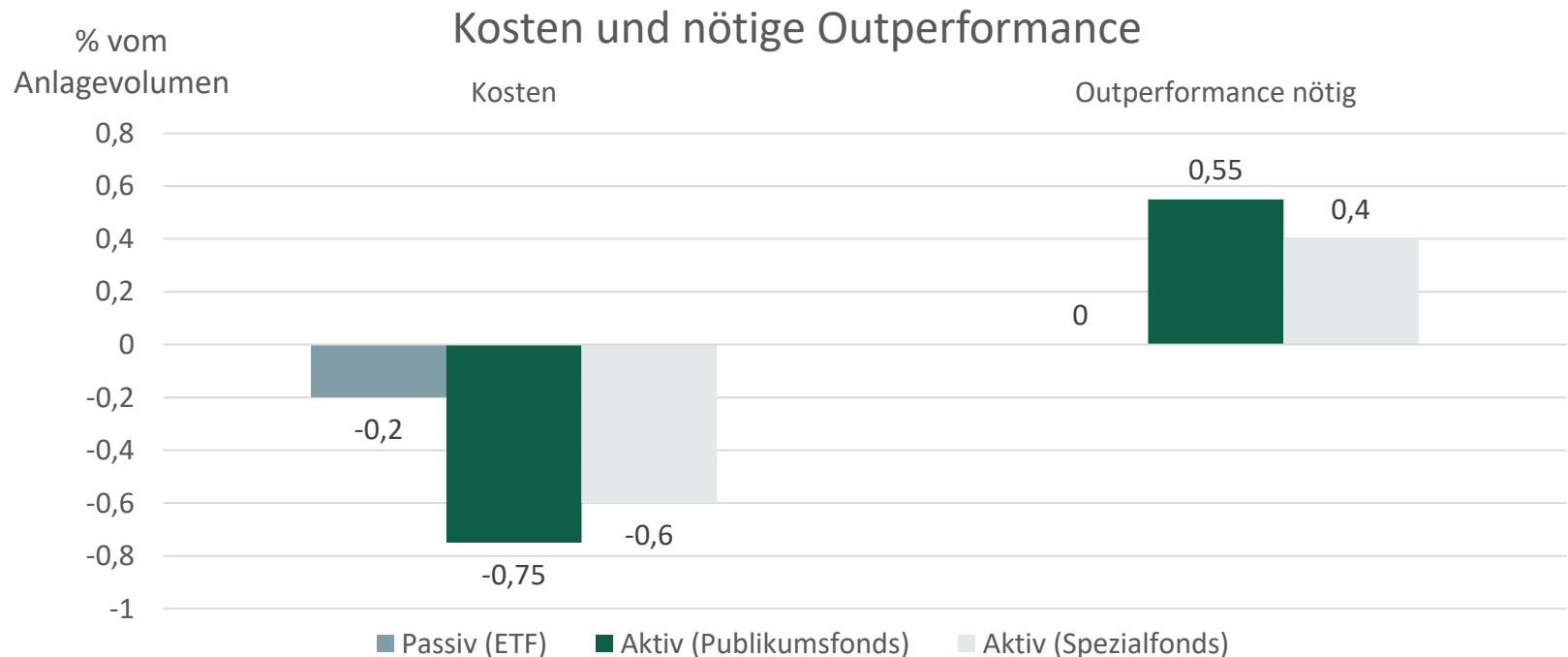
Outperformancewahrscheinlichkeit erhöht sich durch sehr aktives Management

Quelle: Cremers und Petajisto, Financial Analysts Journal Volume 69; Nr. 4; 2013 CFA Institute

Hohe Kosten

Aktiv oder passiv: Kostenvorteil für passives Management

Anlagevolumen: bei ETF und Publikumsfonds Institutionelle Anteilsklasse meist ab 1 Mio. EUR, Spezialfonds ab 25 Mio. EUR



Um einen ETF nach Kosten zu schlagen, ist eine (stabile) Outperformance nötig

Preisunterschiede zwischen aktiv gemanagten Fonds und ETFs sind häufig geringer als bekannt

Anlageklasse	Aktiv (50 Mio.)	Passiv	Mehrkosten
Emerging Market Debt (HC)	0,45%	0,45%	0,00%
Emerging Market Debt (LC)	0,48%	0,55%	-0,07%
Emerging Market Equity	0,60%	0,20%	+0,40%
Global Equity	0,44%	0,15%	+0,29%
Global REITs	0,48%	0,40%	+0,08%
Corporates (EZ & US)	0,25%	0,16%	+0,09%
Eurozone Government	0,13%	0,15%	-0,02%
Eurozone Inflation	0,13%	0,15%	-0,02%

Quelle: FAROS, eVestment

Im institutionellen Geschäft erlauben die Management Fees ein Alpha-Potential für aktive Fonds/Mandate

Die Preisunterschiede bei Asset Managern sind groß

Assetklasse	Median			10%til			90%til			Interquartil Abstand			N
	50mm	100mm	250mm	50mm	100mm	250mm	50mm	100mm	250mm	50mm	100mm	250mm	
Emerging Markets Debt HC (USD)	55	50	47	45	43	37	67	66	62	10	10	8	68
Emerging Markets Debt LC (USD)	59	55	51	48	46	44	72	70	66	15	15	12	54
Emerging Markets Equity (USD)	90	87	82	60	60	55	114	105	100	20	23	21	314
Emerging Markets Equity Large Cap (USD)	85	83	77	58	55	52	100	100	88	23	18	19	78
Emerging Markets Equity Small Cap (USD)	115	110	103	85	85	85	125	125	125	25	26	32	41
Global Large Cap Core (USD)	65	60	53	44	40	35	75	75	70	14	15	14	140
Eurozone Large Cap Equity	55	54	47	38	36	33	73	70	56	14	12	13	16
Pan-Europe	60	55	49	35	33	30	78	75	75	17	18	17	140
Pan-Europe Growth	62	56	45	45	41	40	70	66	61	16	16	15	31
Pan-Europe Value	60	57	50	35	33	28	74	72	71	18	12	11	24
Pan-Europe Large Cap	55	50	45	37	36	30	75	75	73	17	13	13	48
Pan-Europe Small Cap	65	61	55	35	34	33	80	79	75	22	19	17	24
Europe REIT	50	49	45	45	42	38	68	62	55	8	10	13	6
US Reit	67	63	55	52	47	39	83	83	74	14	13	14	48
Emerging Markets Corporate (USD)	60	60	56	50	46	40	85	85	80	15	18	20	33
US Corporate	30	28	24	25	23	21	36	35	31	5	4	5	81
European Corporate	30	29	28	25	24	21	42	40	35	8	6	8	39
European Government (Euro)	20	20	14	10	9	7	32	32	32	13	14	9	11
European High Yield (Euro)	50	45	41	40	38	33	68	66	63	16	15	9	25
European Loans (Euro)	50	50	48	39	39	39	50	50	50	5	5	3	9
European FI Core (Euro)	30	27	23	20	18	14	43	39	31	7	8	8	8
European Inflation (Euro)	20	20	20	13	13	12	26	26	26	8	6	7	7
US High Yield	50	50	45	45	42	37	65	62	57	6	6	9	185
Global Agg (USD)	35	33	24	24	21	20	43	40	33	10	8	5	76
Global Convertible (USD)	58	53	47	45	40	31	78	72	69	19	23	24	10
US Large Cap	57	52	46	40	38	32	77	75	68	15	12	13	975
US Large Cap Growth	60	54	48	50	45	37	80	75	74	15	13	13	303
US Large Cap Value	56	51	46	43	38	32	75	71	68	15	11	13	372
US Passive Large Cap	6	6	5	4	4	3	23	22	18	5	5	3	58
US Passive S&P500	8	7	6	4	4	3	13	12	12	4	5	4	24
US Small Cap	88	80	76	67	63	57	100	100	100	15	16	18	570
US Small Cap Growth	113	106	103	89	81	78	150	150	150	25	25	25	25
US Small Cap Value	88	82	78	71	64	58	100	100	100	16	19	22	226
US Balanced	56	53	50	41	34	28	90	85	83	22	24	25	75

Quelle: FAROS, eVestment

Es lässt sich kein Zusammenhang zwischen Preis und Qualität belegen:
Gut ist nicht gleich teuer!

Hohe Kostendisziplin ist ein wesentlicher Erfolgsfaktor

- Faire Benchmark für aktives Management ist die kostengünstigste Abbildung des Anlageuniversums (ETF, passive Fonds/Mandate)
- Dies sollte daher als Grundlage für die Bewertung passiv oder aktiv herangezogen werden
- Managerqualität und Höhe der Vergütung sind nicht miteinander korreliert
- Kostendisziplin ist daher ein wesentlicher Schlüssel zum Erfolg bei der Managersuche

Fehlende Beständigkeit des Alphas (Persistenz)

Top-Quartil-Manager haben historisch Ihre Benchmarks in jeder Assetklasse geschlagen

Figure 1: Net excess returns (%) of top quartile mutual fund managers by investment style

	Trailing Excess Returns		Calendar Year Excess Returns										
	5Y	10Y	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Average
US Equity Large Cap funds													
Peer Group 5th Percentile	1.72	2.06	9.35	5.49	15.43	6.84	24.95	8.51	4.04	4.29	8.12	1.95	8.90
Peer Group 25th Percentile	-0.35	0.16	3.86	0.29	5.27	0.03	10.14	2.92	-0.98	0.61	3.01	-0.67	2.45
Peer Group Median	-1.86	-0.92	1.03	-2.35	-0.25	-2.68	3.63	0.56	-3.74	-1.70	0.09	-3.11	-0.85
# Funds Ranked	1601	1155	2098	2230	2338	2328	2179	2144	2077	2077	2068	2196	2174
US Equity Mid Cap funds													
Peer Group 5th Percentile	1.40	2.25	3.20	6.04	21.83	14.86	19.71	5.54	5.68	5.99	9.44	2.07	9.44
Peer Group 25th Percentile	-0.49	0.74	-1.17	1.05	11.39	6.78	5.12	-0.04	0.00	1.20	2.96	-1.49	2.58
Peer Group Median	-1.89	-0.50	-4.01	-2.61	3.67	2.52	-2.42	-3.21	-2.59	-1.56	-0.26	-4.56	-1.50
# Funds Ranked	429	328	537	593	621	632	573	544	551	537	534	548	567
US Equity Mid Cap funds													
Peer Group 5th Percentile	2.42	1.60	8.75	7.66	21.78	9.20	20.71	7.19	6.89	4.61	12.40	1.46	10.07
Peer Group 25th Percentile	0.14	0.09	3.31	2.52	10.98	2.87	1.78	1.33	2.23	-0.28	4.62	-1.63	2.77
Peer Group Median	-1.27	-0.93	0.61	-0.83	3.77	-2.09	-7.36	-1.90	-0.62	-3.27	0.35	-3.67	-1.50
# Funds Ranked	433	337	562	615	642	626	562	539	541	538	536	566	573
US Equity Small Cap funds													
Peer Group 5th Percentile	0.49	1.22	10.73	11.03	12.44	10.61	21.99	7.69	3.00	5.51	4.54	1.88	8.94
Peer Group 25th Percentile	-1.73	-0.46	4.38	4.84	4.69	-0.34	9.10	2.38	-2.22	1.15	-0.50	-2.00	2.15
Peer Group Median	-3.57	-1.61	1.19	0.95	0.40	-3.60	3.22	-0.39	-5.93	-1.25	-4.11	-4.92	-1.44
# Funds Ranked	1781	1114	2047	2244	2381	2498	2532	2485	2472	2443	2422	2468	2399

Note: All the time periods longer than one year are annualised. Excess return measures the return, net of the respective mutual fund's management fees and expense ratios, relative to an index. The number of mutual funds in the study period is shown net of those who have dropped out or gone out of business.

Source: Morningstar, 2015

Quelle: Barclays, 2016

Langfristig schlägt das Top-Quartil die Benchmark, aber wie kann ich in den Durchschnitt des Top-Quartils investieren?

Mangelnde Beständigkeit (Persistenz) ist ein Kernproblem der Managerauswahl

Figure 3: US large cap top quartile managers' subsequent performance

Top Quartile Performance		Subsequent 3 Year Periods Quartile Rank			
3 Year ending Period	4th	3rd	2nd	1st	
2007	29%	23%	22%	26%	
2008	35%	30%	20%	16%	
2009	22%	24%	25%	29%	
2010	22%	22%	22%	34%	
2011	18%	22%	22%	38%	
Average	25%	24%	22%	29%	
Top Quartile at 5 Year		Subsequent 5 Year Periods Quartile Rank			
Ending Period	4th	3rd	2nd	1st	
2009	24%	24%	28%	24%	

- Die Daten zeigen, dass ein in der Vergangenheit überdurchschnittlicher Manager seine Position nur in ca. 25% der Fälle in den folgenden drei Jahren halten konnte.
- Die Daten verschlechtern sich bei Betrachtung des Fünfjahreszeitraums. Nur 24% (Large Caps) bzw. 12% (Small Caps) konnten ihre Position verteidigen.

Figure 4: US small cap top quartile managers' subsequent performance

Top Quartile Performance 3		Subsequent 3 Year Periods Quartile Rank			
Year ending Period	4th	3rd	2nd	1rd	
2007	35%	23%	21%	22%	
2008	36%	30%	23%	11%	
2009	46%	14%	16%	24%	
2010	33%	29%	15%	23%	
2011	23%	23%	21%	34%	
Average	34%	24%	19%	23%	
Top Quartile at 5 Year		Subsequent 5 Year Periods Quartile Rank			
Ending Period	4th	3rd	2nd	1rd	
2009	45%	21%	23%	12%	

Note: All the time periods longer than one year are annualised. Excess returns measures the return, net of the respective mutual fund's management fees and expense ratios, relative to an index. The number of mutual funds in the study period is shown net of those who have dropped out or gone out of business. Source: Morningstar

Quelle: Barclays, 2016

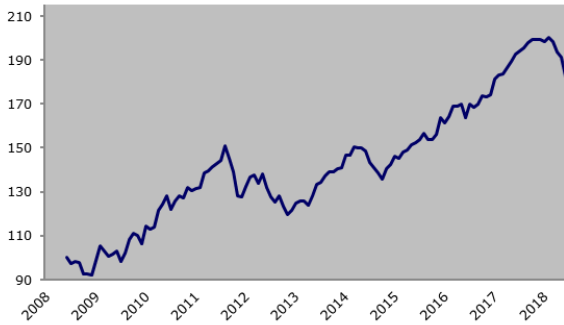
Performance als das bestimmende Auswahlkriterium ist nicht erfolgsversprechend

- Eine Auswahl des Managers allein auf Basis historischer Performance wird zu einem enttäuschenden Ergebnis führen
- Je höher die Alpha-Erwartung ist, desto wahrscheinlicher führt eine Alpha-getriebene Auswahl zu hohen Konzentrationswetten
- Ein Dilemma der Managerauswahl ist, dass ein hohes *active share* ein notwendiger (aber nicht hinreichender) Faktor für ein hohes Alpha-potential ist
- Um das Manageruniversum weiter sinnvoll einzugrenzen, sind daher eine Analyse der Strukturdaten sowie eine risikoadjustierte Bewertung über einen Marktzyklus zwingend

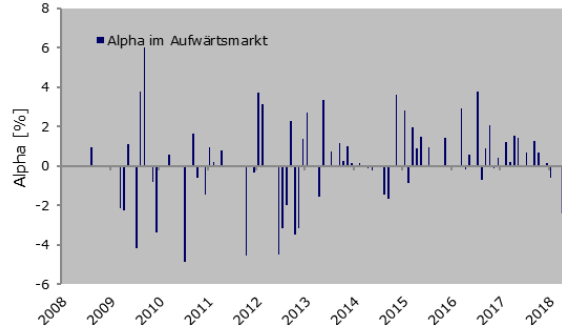
Beispiel einer Strukturanalyse

(Auszug Aktien Europa Core)

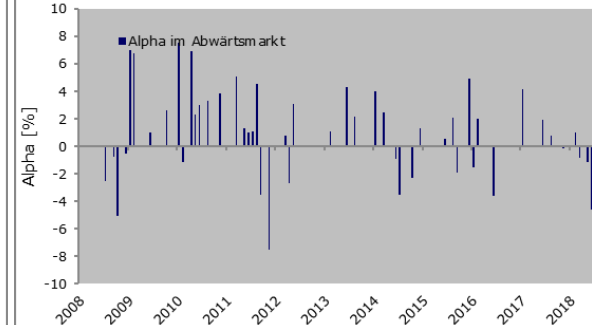
Alpha kumuliert



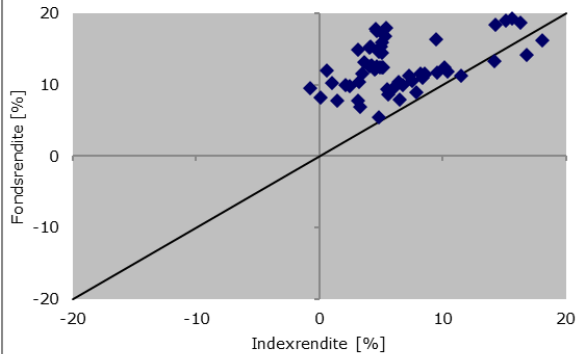
Alpha im Aufwärtmarkt



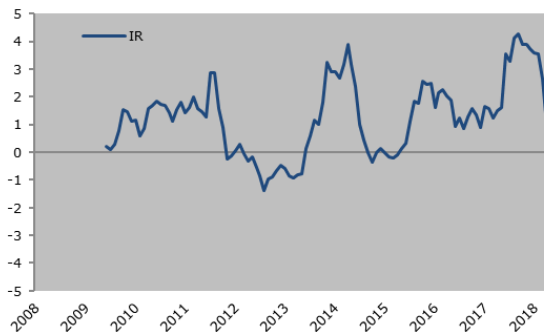
Alpha im Abwärtmarkt



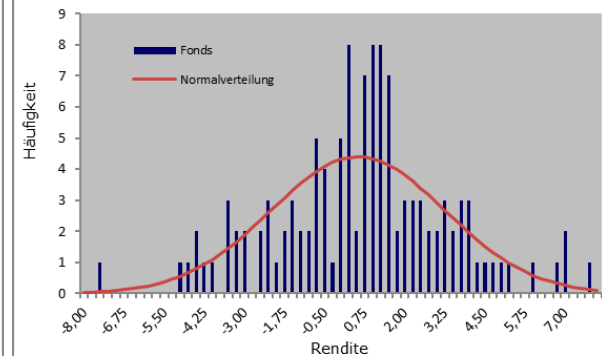
3-jährige roll. ann. Rendite (ab 2010)



Information Ratio (12 M rollierend)



Verteilung Rendite



Beispiel einer Strukturanalyse (Auszug Aktien Europa)

Portfolio Characteristics											
		Portfolio	Benchmark	Portfolio	Benchmark	Portfolio	Benchmark	Portfolio	Benchmark	Portfolio	Benchmark
		31.12.2014		31.12.2015		31.12.2016		31.12.2017		30.06.2018	
Number of Holdings		49	438	44	446	48	448	42	446	39	447
Avg. Market Cap in Mio. EUR		5858,10	60.226	7.616	61.844	10.321	62.734	13.147	65.425	12.726	63.016
Active Share in %		0,92		0,91		0,92		0,93		0,94	
Beta		0,80		0,80		1,00		0,90		1,00	
Market Cap in %	> 50 bn EUR	2,4%	42,9%	2,5%	42,7%	4,0%	42,2%	3,7%	44,2%	4,0%	40,4%
	15-50 bn EUR	6,1%	33,6%	11,3%	33,2%	13,6%	35,1%	15,1%	34,0%	22,5%	39,0%
	7.5-15 bn EUR	12,7%	13,4%	19,2%	15,7%	24,1%	14,0%	28,9%	14,2%	29,4%	14,5%
	1.5-7.5 bn EUR	34,7%	10,1%	23,8%	8,2%	29,3%	8,7%	36,5%	7,6%	25,6%	6,1%
	0.75 -1.5 bn EUR	9,5%	0,0%	9,4%	0,2%	10,4%	0,0%	5,1%	0,0%	5,9%	0,0%
	< 750 m EUR	34,7%	0,0%	33,9%	0,0%	18,6%	0,0%	10,7%	0,0%	12,6%	0,0%
	Sum	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Sector Allocation in %	Energy	3,6%	8,0%	3,1%	6,2%	1,5%	7,8%	3,1%	7,4%	4,6%	8,5%
	Materials	25,5%	7,4%	18,1%	6,5%	19,4%	8,2%	19,4%	8,4%	19,4%	8,6%
	Industrials	10,8%	11,3%	19,2%	11,2%	21,4%	12,8%	14,0%	13,2%	14,9%	12,9%
	Consumer Discretionary	25,0%	10,4%	26,5%	11,7%	32,7%	10,8%	31,5%	10,5%	32,5%	10,7%
	Sum										
Region in %	Uk	0,0%	31,2%	0,0%	29,9%	5,1%	28,4%	2,4%	28,3%	3,6%	28,8%
	Germany	7,2%	13,9%	8,6%	14,1%	19,9%	14,7%	26,7%	15,5%	22,1%	15,0%
	France	67,9%	14,0%	67,5%	15,0%	47,3%	15,5%	28,5%	15,9%	35,2%	16,1%
	Switzerland										
	Sum										

- Welche Bedeutung hat die deutliche Verschiebung der MarketCap und der Länderallokation im Zeitverlauf?
- Wie sind die Konzentrationsrisiken im Verhältnis zum hohen active share einzuordnen?

Komponenten der Due Diligence

- Quantitatives Screening
- Analyse der Strukturdaten
- Analyse des Investmentteams und der Organisation
- Analyse des Investitionsprozesses

Fehlende Timing-Möglichkeit & Anlagedisziplin

Die Implementierung bzw. Austausch eines Managers lässt sich nicht timen

Implementierung eines Managers

- Die fehlende Timing-Möglichkeit ist v.a. für konzentrierte Anlagestrategien von großer Bedeutung
- Ist es daher ratsam, bei einer „high conviction“ Strategie den Portfolioaufbau in einem Schritt zu vollziehen?

Austausch eines Managers

- Häufig lassen sich die Gründe einer anhaltenden Underperformance nicht eindeutig bestimmen
- Wann ist ein Austausch eines Managers sinnvoll, sollte der Austausch schrittweise erfolgen?

Anlagedisziplin ist ein wichtiger Erfolgsfaktor

Kernfrage:

Passen meine Alphaerwartung und meine Bereitschaft, Risiken einzugehen, überhaupt zusammen?

- Sehr aktive Ansätze können zeitweise eine deutliche Underperformance aufweisen. Halte ich dies tatsächlich aus?
- Ein ständiger Austausch bei Underperformance wird langfristig kaum zum Erfolg führen können
- D.h. ein ausgewählter Manager sollte ausreichend Zeit (3-5 Jahre) erhalten, seine Anlagestrategie umsetzen zu können

Herdentrend von Anlegern und Consultants

Herdentrieb senkt das Alphapotential!

- Der Fokus auf Alpha führt dazu, dass zuletzt erfolgreiche Strategien im Blickpunkt von Anlegern und Consultants sind und daher in der Regel eine starke Zunahme der AuM aufweisen
- Der Erfolg einer Strategie kann die Saat einer zukünftigen mittelmäßigen Wertentwicklung sein
- Dilemma: Tausche ich Alphapotential gegen Stabilität?
 - Wähle ich nicht die Top Performer, sondern die Kandidaten aus der zweiten Reihe?
 - Welchen Zuwachs an AuM verträgt eine Strategie?

Fazit

Die Suche im Heuhaufen lohnt sich!

- Kosten- und Anlagedisziplin sind der Schlüssel zum Erfolg
- Erwartung an Alpha und Risikobereitschaft müssen übereinstimmen
- Ein zu enger Fokus auf das Alpha kann den Blick auf Konzentrationsrisiken verstellen
- Eine detaillierte Strukturanalyse ist erforderlich

Die drei Optionen der Managerauswahl bei FAROS

Das FAROS Managerauswahl Angebot

Managerauswahl Light	Managerauswahl Plus	Managerauswahl 360°
<ul style="list-style-type: none"> - Quantitativer Auswahlprozess durch Analyse des gesamten Investmentuniversums durch die Verwendung führender Datenbanken - FAROS Analysemodell ermöglicht die Identifikation von sehr guten Fonds - Ausgearbeitetes Ranking und Offenlegung der zugrunde liegenden Gewichtungen/ Kennziffern zur einfachen Identifikation potenziell investierbarer Manager <p>Auswertung und Aufarbeitung quantitativer Daten ohne Interpretation der Ergebnisse und Empfehlungen</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Zusätzlich zur quantitativen Analyse Abfrage (RfI) wichtiger Strukturdaten zur qualitativen Einordnung der quantitativen Ergebnisse - Überblick über Kriterien, die aus der quantitativen Analyse nicht ersichtlich sind (u.a. AuM, Teamstruktur, Portfolio-Struktur) - Erstellung einer Long-List mit einer FAROS Empfehlung - Kurzportraits zu den Top-Kandidaten <p>Qualitative Vorauswahl der betrachteten Manager mit Empfehlung einer Longlist von 6-10 Managern</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Zusätzlich Auswertung eines umfangreichen Fragebogens (RfP) mit Auswertung und Analyse von 5 Top Managern - Detaillierte Analyse des Investmentprozesses - Empfehlung von 3-4 Managern zur Einladung zu einem Beauty Contest - Vor Ort Besuch der engsten Auswahlkandidaten <p>Vollumfängliche Begleitung und tiefgehende Analyse bis zur finalen Entscheidung im Auswahlprozess</p>
Vergütung durch den Kunden	Vergütung durch den Kunden	Vergütung durch den Asset Manager

Kontaktdaten



Jürgen Huth, CFA, FRM
Geschäftsführer

FAROS Consulting GmbH & Co. KG
Franklinstr. 56 | 60486 Frankfurt am Main
Tel. 069-90 74 49 50 | Fax 069-90 74 49 49
j.huth@faros-consulting.de
www.faros-consulting.de

FAROS Consulting ist Mitglied in



Disclaimer

- Diese Präsentation und sämtliche anderen Zusammenfassungen, Berichte oder anderen Informationen (sowohl schriftlich als auch mündlich), inklusive der darin enthaltenen Meinungsäußerungen und Schlussfolgerungen, sind nur für den alleinigen und internen Gebrauch des Kunden/Interessenten bestimmt. Die Verbreitung oder auszugsweise Weitergabe (auch in Form von Zitaten) dieser Präsentation an Dritte sowie der Verweis auf diesen Bericht gegenüber Dritten sind ohne vorherige Zustimmung der FAROS Gruppe nicht gestattet
- Diese Präsentation stellt eine Zusammenfassung komplexer Analysen dar. Diese Analysen beruhen auf einer Reihe von Annahmen und Input-Daten. Eine Garantie für die Korrektheit der gelieferten Daten kann durch FAROS nicht gegeben werden.
- Die in dieser Präsentation vorgestellten Analysen sind nach bestem Wissen und auf Basis wissenschaftlicher Methoden erstellt worden. Ergebnisanalysen basieren zu gewissen Teilen auf umfangreichen Simulationsberechnungen für zukünftige Markt- und Risikofaktorenentwicklungen. Wir weisen darauf hin, dass in Zukunft auch Entwicklungen eintreten können, die nicht in den Analysen berücksichtigt wurden.
- Die Präsentation wurde nicht verfasst, um einen steuerlichen oder rechtlichen Rat zu erteilen. Die Verantwortung für die Umsetzung etwaiger Ergebnisse dieser Analysen verbleibt beim Auftraggeber.
- Wir weisen darauf hin, dass unsere Empfehlungen ausschließlich in Schriftform nach eingehender Analyse des jeweiligen Sachgebietes/des jeweiligen Produktes bindend sind.