

D. Hunter • E. Kandel • S. Kandel • R. Wermers
**Mutual Fund Performance Evaluation with Active Peer
Benchmarks**

CFR Working Paper 10-02

Der Einsatz von Faktormodellen hat eine lange Tradition bei der Performancemessung aktiv gemanagter Investmentfonds. Im Mittelpunkt des Interesses steht dabei die Frage, ob es dem Fondsmanager gelingt, eine risikoadjustierte Extrarendite, das heißt ein positives Alpha, zu erwirtschaften. Die Anzahl der exogen gegebenen Risikofaktoren ist abhängig davon, welches Kapitalmarktmodell bei der Performancemessung zu Grunde gelegt wird. Im einfachsten Fall, dem des CAPM, ist die Marktrendite die einzige Risikoquelle. Heutzutage wird zur Bestimmung des Alphas eines Aktienfonds in der Regel ein Vier-Faktormodell nach Carhart (1997) verwendet, das neben dem Marktrisiko auch Value- vs. Growth-, Momentum und Größen-Effekte berücksichtigt. Im Anleihebereich findet häufig ein Sechs-Faktormodell Verwendung, das unter anderem auch makro-ökonomische Risikoquellen erfasst. Der Einsatz von Faktormodellen in der Performancemessung ist jedoch problembehaftet, wenn Investmentfonds sehr ähnliche Anlagestrategien verfolgen. Die geschätzten Residuen sind dann hoch korreliert, was den Performancevergleich auf Basis von risikoadjustierten Alphas erschwert.

Die vorliegende Studie schlägt die Verwendung eines neuen Faktors vor: die mittlere (gleichgewichtete) Segmentrendite, die aus Sicht des Fondsmanagers häufig Benchmark-Charakter hat. Der Segmentrendite-Faktor ist endogen, da der Investmentfonds, für den die Performancemessung vorgenommen wird, selbst Teil dieses Segments ist. Der Faktor hat den Vorteil, dass er für eine Vielzahl von Assetklassen berechnet werden kann. Traditionelle Risikofaktoren sind dagegen häufig nur bei Berücksichtigung einer oder weniger Assetklassen einsetzbar.

Im Rahmen der Studie wird als wesentliches Ergebnis gezeigt, dass durch den Einsatz der Segmentrendite als zusätzlichen Faktor die Schätzung der Alphas erheblich verbessert wird. Dies wird erreicht, da durch Verwendung des endogenen Faktors die Korrelation der Residuen innerhalb eines Segments signifikant gesenkt werden kann. Der Segmentrendite-Faktor trägt wesentlich zur Erklärung von Investmentfondsrenditen bei. Insbesondere wenn der Fonds exotische Anlagestrategien verfolgt, zeigt sich der Faktor den traditionellen Faktoren überlegen. Beispielsweise kann ein Ein-Faktormodell, das nur den Segmentrendite-Faktor enthält, bei US-amerikanischen Technologieaktienfonds 83% der Renditevariation erklären, während mit dem Vier-Faktoren-Modell nach Carhart (1997) nur 81% erzielt werden können.