

**M. Jagannathan • W. Jiao • R. Wermers**

## **international characteristic-based asset pricing**

### **CFR working paper 20-13**

Um die Performance von aktiven Aktien-Investmentfonds um den Einfluss passiver Investmentstile zu bereinigen, werden häufig Faktormodelle als Benchmark verwendet. Die Renditen der Fonds werden dazu auf die Renditen von Faktorportfolios regressiert und die Konstante dieser Regression dann als Performancemaß verwendet. Die Investmentstile bzw. die Eigenschaften der Aktien im Portfolio des Fonds werden dabei implizit durch die Sensitivität der Fondsrendite (Beta) gegenüber den Renditen der Faktorportfolios erfasst. Die Literatur zeigt jedoch, dass es besser ist, die Eigenschaften der Aktien im Portfolio des Fonds explizit zu berücksichtigen. Ein Performancemaß, das die Eigenschaften der Aktien explizit berücksichtigt, wurde 1997 von Daniel, Grinblatt, Titman und Wermers (DGTW) vorgeschlagen. DGTW konstruieren für jeden zu evaluierenden Fonds individuelle Benchmarkportfolios, welche jeweils die Eigenschaften der Aktien im Portfolio des Fonds abbilden. Die empirische Analyse von DGTW ist aber auf US-amerikanische Aktienfonds beschränkt, die auch nur in den USA investieren.

In dem vorliegenden CFR Working Paper übertragen die Autoren das DGTW-Rahmenwerk auf global investierende US-amerikanische Aktienfonds und verbessern es zudem methodisch. Sie untersuchen, welche Firmeneigenschaften internationale Aktienrenditen am besten erklären können und welche Rolle Unterschiede zwischen Ländern und Regionen dabei spielen.

Die Autoren zeigen, dass die Verwendung von Benchmarkportfolios, welche die Aktieneigenschaften Marktkapitalisierung, Buch-zu-Marktwert-Verhältnis und Momentum abbilden und dabei die länderspezifischen Unterschiede in den Ausprägungen dieser Charakteristika berücksichtigen, den höchsten Beitrag zur Erklärung internationaler Aktienrenditen leisten und damit am besten zur Messung der Performance international investierender Aktienfonds geeignet sind.

Unter Berücksichtigung dieser Erkenntnisse analysieren die Autoren anschließend die Performance international investierender Aktienfonds und die Fähigkeiten der zugehörigen Fondsmanager. Insbesondere stehen die Auswahl- und Timing-Fähigkeiten der Manager im Fokus - zum einen in Bezug auf die Stile bzw. Eigenschaften der Aktien, d.h. ob Manager aus einer Gruppe Aktien mit den gleichen Eigenschaften die besten herauspicken und ob sie zur richtigen Zeit auf bestimmte Stile setzen. Zum anderen untersuchen sie aber auch, ob Manager beispielsweise ausnutzen, dass die gleichen Stile in unterschiedlichen Regionen unterschiedlich gut abschneiden. Die Ergebnisse zeigen, dass Fondsmanager über Auswahl- und Timing-Fähigkeiten in Bezug auf die grundsätzlichen Stile der Aktien verfügen. Regionale Unterschiede in den Stilrenditen können sie allerdings nicht gewinnbringend vorhersagen – wohl aber Unterschiede zwischen den allgemeinen Marktrenditen verschiedener Regionen. Aus letzteren generieren Fondsmanager sogar einen Großteil ihrer Renditen.