

Institutional Money, Januar 2008

## Messung des Unmessbaren

**Immer mehr Studien untersuchen „weiche“ Faktoren im Vermögensverwaltungsgeschäft systematisch und erfassen sie quantitativ – die Bandbreite reicht von „Erfahrung der Manager“ bis „Zusammensetzung und Größe der Teams“. Die Ergebnisse sind – zumindest teilweise – überraschend.**

Die unumstößliche Erkenntnis, dass sich mithilfe der quantitativen Analyse historischer Ertrags- und Risikodaten von Fonds kaum brauchbare Rückschlüsse auf die zukünftigen Chancen eines Anlageprodukts ziehen lassen, rücken in jüngerer Zeit immer stärker andere Faktoren in den Blickpunkt. Qualitative Analyseansätze versuchen, die Fondsmanagerauswahl effizienter zu machen. Deren Zahl nimmt ständig zu, und dabei fällt auf, dass immer häufiger versucht wird, „weiche“ Faktoren mithilfe mathematischer Methoden zu quantifizieren, um das zufällige Element auch hier zu minimieren. Neuerdings untersucht man daher auch die Frage, wie sich das Alter und damit die Erfahrung von Fondsmanagern auf den Erfolg bzw. das Risiko auswirken, es wird analysiert, ob die Teamgröße in einem Vermögensverwaltungsunternehmen die Ergebnisse beeinflusst oder ob die Zusammensetzung der Managementteams hinsichtlich ethnischer Herkunft oder Geschlecht Rückschlüsse auf wahrscheinliche Ergebnisse zulässt.

### **Der Markteinfluss unerfahrener Fondsmanager**

Und tatsächlich liefern diese Untersuchungen immer wieder brauchbare Ergebnisse – auch wenn diese mitunter nur Zusammenhänge bestätigen, die auch der normale Hausverstand erwartet hätte. So haben etwa Robin Greenwood und Stefan Nagel von der Harvard Business School der Stanford University im Februar dieses Jahres ein Papier vorgelegt, das unerfahrenen Investoren bei der Bildung von spekulativen Blasen an Kapitalmärkten eine nicht unwesentliche Rolle zuschreibt. Da diesen Anlegern – untersucht wurde die Positionierung junger Fondsmanager während der Technologieblase Ende der 90er Jahre – die persönliche Erfahrung eines massiven Börseneinbruchs fehlt, tendieren sie dazu, eine zu optimistische Haltung einzunehmen. Die Forscher konnten nachweisen, dass jüngere Fondsmanager Technologieaktien in ihren Fonds vor dem NASDAQ-Absturz stärker übergewichtet hatten als erfahrene Vermögensverwalter. Die Autoren: „Der ökonomische Einfluss junger Manager wurde dadurch verstärkt, dass sie vor dem Ende des Technologieaktienhöhenflugs hohe Zuflüsse in ihren Fonds hatten.“ Greenwood und Nagel betonen zusätzlich, dass die Faktoren Karrieredenken oder unterschiedlich gute Stockpicking-Fähigkeiten methodisch eliminiert wurden und daher kaum als alternative Erklärung herangezogen werden können.

Während diese Erkenntnis erfahrene Marktteilnehmer nicht wirklich überrascht, sind die Ergebnisse einer anderen Studie vermutlich auch für so manchen alten Hasen interessant: Der britische Psychologe Jim Hunter publizierte jüngst eine Studie, die sich mit dem Zusammenhang zwischen Fondsperformance und Teamgröße des Fondsmanagements befasst. Das Ergebnis auf den Punkt gebracht: Kleine Teams bzw. One-Man-Shows, die nicht sehr viele unterschiedliche Fonds verwalten, arbeiten im Schnitt besser als große Mannschaften.

## Universum der Untersuchung: 2260 Fonds

	Durchschnitt	Median	Minimum	Maximum
Fondsalter	11,30	7,00	1,00	79,00
Fondsgröße (in Mio. USD)	942,04	262,20	1,00	52.837,00
Portfolio Turnover Rate (PTR) in %	96,02	76,00	0,01	684,00
Kosten (in %)	1,32	1,25	0,01	3,87
Anzahl der Teammitglieder	3,11	3,00	2,00	15,00

Quelle: „The Impact of Work Group Diversity on Performance“, CFR

### Frustration in großen Teams

Grundlage dieser Aussage war die Analyse der Ergebnisse von 54 britischen Fondsmanagern aus 27 Gesellschaften. Die in der selben Untersuchung festgestellte Tatsache, dass die Begeisterung und Zufriedenheit in größeren Teams tendenziell schlechter ist, weil hier auch häufig das Gefühl fehlt, die Situation unter Kontrolle zu haben, liefert auch eine plausible Erklärung für die Überlegenheit der kleineren Einheiten.

Acht der besten zehn Verwalter arbeiteten in Teams, die aus neun oder weniger Mitgliedern bestanden, während sechs der besten zehn Manager neun oder weniger Fonds verwalteten. Hunter vermutet in Statements gegenüber der britischen Presse, dass es offensichtlich problematisch sei, wenn eine Vielzahl von Anlagevehikeln in großen Teams mithilfe kollektiver Entscheidungen verwaltet wird.

Dass die Teamgröße in der Vermögensverwaltung so klar erkennbare Auswirkungen hat, mag überraschen, noch spannender ist das Ergebnis einer Untersuchung, die nach dem Einfluss der Zusammensetzung von Teams fragte.

### Team-Mix als Erfolgsfaktor

Erstellt wurde diese Studie vom Centre of Financial Research (CFR) in Köln, das mit 20 Wissenschaftlern im Bereich Asset Management zu den größten in Mitteleuropa zählt. Michaela Bär, Alexandra Niessen und Stefan Ruenzi gingen der Frage nach, ob etwa die mittlerweile in den USA zugänglichen Daten von Fondsmanagern betreffend Geschlecht und Alter (beides Merkmale der sozialen Vielfalt oder Diversität) beziehungsweise Ausbildung und Branchenerfahrung (Merkmale der Informationsvielfältigkeit) in ihrer Zusammenstellung für Fondsmanagementteams performancerelevante Implikationen haben.

Dabei wurden als Ausgangsbasis die CRSP (Center for Research in Security Prices) Survivor Bias Free Mutual Fund Database sowie eine weitere Datenbank (Morningstar) gewählt. Das Alter der Manager liegt leider nicht explizit vor, weswegen die Forscher gemäß den Anregungen von Chevalier und Ellison (1999a) Rückschlüsse auf das Alter aus dem jeweils bekannten Zeitpunkt der Graduierung ziehen.

Der Schwerpunkt der Untersuchung über die Periode von Januar 1996 bis Dezember 2003 wurde auf aktiv gemanagte, breit diversifizierte Aktienfonds mit mindestens 50 Prozent US-Aktienanteil gelegt, wobei drei Standardsegmente, nämlich „Aggressive Growth“, „Growth and Income“ sowie „Long Term Growth“ ausgewählt wurden, um ein möglichst uniformes Universum als

Forschungsgegenstand zu fixieren. Eine weitere Bedingung war, dass nur Fonds einbezogen wurden, die von mehr als einem Manager verwaltet wurden und deren sämtliche Fondsmanager aus den Datenbanken zu eruieren waren. Das Sample bildeten schließlich 2260 Fonds.

Was die Informationsvielfalt anbelangt, so wurde die Verteilung der Berufserfahrung am Variationskoeffizienten 1 festgemacht. „Noise“ ist hier nicht auszuschließen, da einige Fondsmanager vielleicht schon zuvor in anonymen Teams ihrer Arbeit nachgegangen waren. Die Ausbildung der Fondsmanager wurde dokumentiert, indem man drei Gruppen mit B.A., M.A. und PhD-Abschluss bildete. Dem Ansatz von Smith, Smith, Olian, Sims, O'Bannon und Scully (1994) folgend, wurde der höchstwertige Abschluss eines Fondsmanagementteammitglieds in Ausbildungsjahre transformiert und die Ausbildungsvielfalt derart abgebildet, dass der Variationskoeffizient, basierend auf der Dauer der Ausbildung der einzelnen Teammitglieder, ermittelt wurde.

Schwieriger wird die Datenbeschaffung bei Kriterien der sozialen Diversität: Alter, Geschlecht und ethnische Zugehörigkeit. Daten liegen allerdings nur zu den ersten beiden Kategorien vor. Auch beim Alter wird der Variationskoeffizient des Teams gebildet. Bei der Geschlechtervielfalt wird auf Teachman (1980) und seinen entropie-basierten Index abgestellt.

Am Ende der Regressionsrechnungen und Checks der Robustheit und Stabilität stehen jedenfalls folgende Ergebnisse: In Fondsmanagementteams mit einer hohen Informationsvielfalt bezüglich Ausbildung und Berufserfahrung liegt die Performance deutlich höher. Heterogene Herangehensweisen an Problemstellungen durch unterschiedlich ausgebildete und berufserfahrene Teammitglieder haben einen signifikant positiven Einfluss auf das erzielte Resultat. So kann man von einem dreiköpfigen Fondsmanagerteam, von dem zwei einen Bachelor- und einer einen PhD-Abschluss haben, pro Jahr eine im Durchschnitt um 1,15 Prozent bessere Performance erwarten als von einem anderen dreiköpfigen Team, dessen Teammitglieder alle über denselben Abschluss verfügen.

### **Geschlechtermix kostet**

Statistisch gesehen sogar noch signifikanter ist das Resultat bei Betrachtung des Faktors Geschlechterdiversität. Hier ist Vielfalt dem Erfolg offensichtlich abträglich, so lässt ein vierköpfiges Team mit einer Frau gegenüber einem reingeschlechtlichen Team eine um 1,22 Prozent pro Jahr schlechtere Performance erwarten. Dieses Ergebnis würde also auf den ersten Blick die Beimischung von Frauen in Fondsmanagementteams und damit einen Teil eines modernen Diversity Managements nicht geboten erscheinen lassen. Allerdings gibt es Studien wie jene von O'Reilly, Williams und Barsade (1997), die zeigen, dass bei einem von Frauen dominierten Sample keine Auswirkung der Geschlechtervielfalt auf die Performance besteht. Die Forscher merken an, dass es voreilig wäre, Frauen aus gemischten Teams herauszuhalten, da es vielleicht nur am marginalem Anteil des einen Geschlechts in der Fondsindustrie liegt, dass dessen Diversität eine negative Performancwirkung hat. Man darf jedenfalls gespannt auf die weitere Entwicklung der Diskussion im Hinblick auf andere Fondsuniversen sein. Halten die Ergebnis etwa auch in Europa und Asien?

CFR-Working Paper 2007-16

Michaela Bär, Alexandra Niessen, Stefan Ruenzi

### **The Impact of Work Group Diversity on Performance: Large Sample Evidence from the Mutual Fund Industry**

<http://www.cfr-cologne.de/download/workingpaper/cfr-07-16.pdf>