

Einfluss delegierter Vermögensverwaltung auf die Dynamik der Asset Preise

Fachgebiet: Banking & Financial Services

Institut für Banking und Finance

Prof. Urs Birchler

Universität Zürich

David Deck

Abgabedatum: 25.08.2011

Executive Summary

Einfluss delegierter Vermögensverwaltung auf die Dynamik der Asset Preise

Die vorliegende Arbeit untersucht Auswirkungen der Vertragsausgestaltung im delegierten Investment Management auf die Märkte und daraus entstehendes Mispricing. Akteure im diesem Bereich sind zum einen Banken mit starkem Engagement im Wealth Management, Mutual Funds und Pension Funds, welche strengen Regulatorien unterworfen sind bezüglich Investitionsstrategien und Hedge Funds, welche diesbezüglich freier entscheiden können. Die Branche verzeichnete seit den 1990er Jahren ein starkes Wachstum, welches durch die Finanzkrise ab 2007 erstmals wieder leicht zurückging, wie die Entwicklung der Assets under management (AUM) zeigt.

Die Delegation des Investitionsentscheides schafft ein Principal-Agent Verhältnis zwischen Kapitalgeber und Investment Manager, welches durch ausgeprägte Informationsasymmetrie gekennzeichnet ist. Zum einen ist der tatsächliche Aufwand des Agenten infolge Researchtätigkeit kaum beobachtbar, zum andern ist nicht klar, ob der langfristige Nutzen des Principals durch die gewählte Transaktion gesteigert wird. Ein geeigneter Vertrag zwischen den Parteien soll die Asymmetrie verringern und erfüllt drei Hauptfunktionen: effiziente Risikoaufteilung, Anreiz Research zu betreiben um verwertbare Information zu erhalten und Manager anhand der Selbsteinschätzung ihrer eigenen Fähigkeiten auf die jeweiligen Kontrakte zu allozieren (Stracca, 2006)

Verbreitet ist die Regelung dem Investment Manager 2% der verwalteten Assets und 20% der Performance auszuzahlen (Zhan, 2011). Symmetrische Performance Fees, bei denen sich bei Underperformance des Benchmarks die definierte Basisfee verringert, sind für Mutual Funds üblich, während für Hedge Funds auch asymmetrische Fees erlaubt sind, zum Beispiel Auszahlungsprofile in Form eine long Call-Position, welche das Downside-Risiko für den Agenten beschränken (Stracca, 2006). Die Bewertung von Investment Managern relativ zur Konkurrenz und die damit verbundene Zu- oder Abflüsse in den Fond (Gallagher et al., 2009), verleiten diese zu Herdenverhalten, um keinesfalls durch negative Performance aufzufallen und Reputationseinbussen zu vermeiden (Farnsworth, 2003). Die Informationsasymmetrie verunmöglicht es zwischen *actively doing nothing* (keine Transaktionen auf Grund fehlender Investitionsmöglichkeit) und *simply doing nothing* (unterlassene Researchtätigkeit zur Aufwandminimierung) zu unterscheiden und kann fähige Investment Manager dazu animieren Transaktionen und Informationsbasis zu tätigen (Noise Trading, Churning), um nicht den Eindruck mangelnder Fähigkeiten oder Anstrengung zu erwecken (Dow und Gorton, 1997).

Allgemeine Irrationalitäten in der Informationsverarbeitung, sowohl bei privaten als auch institutionellen Investoren, werden durch die hohe Konzentration von Kapital in den Händen einiger professioneller Vermögensverwalter verstärkt. Besonders auffällig ist dabei der *Ease-of-processing Effekt*, der bekannten, etablierten Branchen gegenüber neuen Businessmodellen den Vorzug gibt, auf Grund der einfacheren Beurteilung (Heath und Tversky, 1991). Beispiel dafür ist die unter Mutual Funds verbreitete *Home Bias*, Überinvestition in den heimischen Aktienmarkt. Besonders ausgeprägt ist dies in den USA, wo gleichzeitig viele Mutual Funds ihren Standort haben und viele ausländische Fonds ihr Geld anlegen (Chan et al. 2005). Dies impliziert eine Überbewertung US-amerikanischer Titel gegenüber Märkten die relativ Unterinvestiert sind, wie Österreich, Japan, Australien oder Dänemark. Die genannte Hypothese kann durch eine Multiples-Analyse untersucht werden, welche Vergleichsunternehmen verschiedener Aktienmärkte untersucht und über Umsatz- und Gewinn-Multiples vergleicht. Ist ein statistisch signifikanter Anteil nicht-amerikanischer Firmen relativ unterbewertet, spricht dies für die erwähnte Hypothese.

Unterschiede zwischen Investitionshorizont des Principals und Anstellungsdauer des Agenten können Letzteren dazu verleiten, ihm bekannte, noch nicht eingepreiste Information nicht zu nutzen, da zwar langfristig ein Return generiert, jedoch die Kompensation während seiner Anstellungsdauer nicht positiv beeinflusst wird. (Goldman und Slezak, 2003). Dadurch verlieren Marktpreise an Aussagekraft und enthalten nicht mehr alle verfügbare Information. Dies setzt sich beim Wechsel des Investment Managements fort, da falls dieses von einer korrekten Gewichtung des Portfolios ausgeht und nicht jede vergangene Information nachprüfen kann, kein nachträgliches Verschwinden des Mispricings stattfindet.

Bewertung des Investment Managements relativ zu einem Benchmark, führt nach dem Modell von Cuoco und Kaniel (2011) zu stärkerer Investition in den verwendeten Index. Der Nachweis dafür kann durch eine Regressionsanalyse erbracht werden, welche die Performance von Unternehmen untersucht, die zum S&P 500 hinzugefügt oder davon entfernt wurden. Dabei interessieren vor allem die langfristigen Auswirkungen auf den Aktienkurs im Umfeld der Indexveränderung. Der S&P 500 dient gleichzeitig als Marktindex, um die Performance des Titels zu erklären, während Indexzugehörigkeit durch eine Dummyvariable erklärt wird, die Entfernung respektive Hinzufügen zum S&P 500 simuliert. In der untersuchten 4-monatigen Zeitperiode wurde Signifikanz für beide Faktoren gefunden, was eine Fixierung auf den Benchmark suggeriert. Dieses Resultat müsste durch grossangelegte Studien, möglicherweise mit längeren Zeitperioden noch verifiziert werden. Im kurzen 4-tages Range konnte keine Signifikanz nachgewiesen werden.

Die Funktion des Entlohnungskontraktes unfähige Manager abzuschrecken wird durch Selbstüberschätzung der Investment Manager verunmöglicht. Begründet durch die Erklärung schlechter Performance durch Marktfaktoren, während gute Ergebnisse den eigenen Fähigkeiten zugeschrieben werden, verleitet Overconfidence zu übermässiger Research- und höherer Handelstätigkeit (Pütz und Ruenzi, 2008), was den Informationsgehalt der Preise vermindert.

Zur Verringerung des Mispricings durch delegierte Vermögensverwaltung schlägt Woolley (2010) eine längere Messperiode für die Entlohnung vor, um kurzfristig motivierte Transaktionen zu unterbinden. Diese Massnahme würde dem rational prolonged mispricing entgegenwirken und so Interessenkonflikte reduzieren. Die Problematik des übermässigen Benchmarkinvestments kann durch breiter gefasste Indizes wie MSCI World oder Wilshire 5000 etwas abgeschwächt werden, da die grossen Volumina Investment Manager davon abhalten, zu stark in den Benchmark zu investieren und eine kleinere Differenz zwischen Portfolio und Index besteht.