

M. Hendriock

implied cost of capital and mutual fund performance

CFR working paper 20-11

Welche Fonds sind die zukünftigen Gewinner? Dieses Papier weist einen positiven Zusammenhang zwischen den impliziten Kapitalkosten („Implied Cost of Capital“, ICC) der Portfoliounternehmen eines Fonds und dessen zukünftiger Performance nach.

Während Investoren ihre Anlageentscheidungen im Gros an der vergangenen Performance von Fonds orientieren, zeigt die Forschung, dass eine diesem Verhalten zu Grunde liegende Persistenz in der Performance im Allgemeinen nicht existiert. Das heißt, die Gewinner von heute sind im Schnitt nicht diejenigen von morgen. Durch eine auf der Theorie der Unternehmensbewertung basierende Analyse der Portfolios von Fonds ist es indes möglich, eine Separation zukünftiger Gewinner von Verlierern vorzunehmen. ICC spiegeln dabei auf fundamentalökonomischen Prinzipien fußenden Schätze für erwartete Aktienrenditen wider, deren Prognosekraft sich ebenfalls auf die Aktien haltenden Fonds projiziert.

Warum nicht selber Aktien handeln? Studien zeigen, dass die Ertragspotentiale ICC-basierter Strategien im Gros reine „Papiergewinne“ der grauen Theorie friktionsfreier Märkte darstellen; zieht man Transaktionskosten in Betracht, so werden jene Gewinne überkompensiert. Investmentfonds hingegen, als institutionelle Anleger, können die Renditepotentiale ICC-basierter Handelsstrategien heben. So zeigt diese Studie, dass insbesondere Fonds mit effizientem Trading Desk hohe ICC aufweisen. Außerdem scheinen das Konzept der ICC und seine Implementierungsmodalität nicht allen Fondsmanagern gleichermaßen zugänglich: So verwalten insbesondere solcherlei Fondsmanager, die ihre Abschlüsse von Elite-Universitäten mit hohen Eintrittsbarrieren haben, das heißt, tendenziell Manager, die eine besondere Befähigung und eine gute Ausbildung mitbringen, Portfolios mit hohen ICC.

Wie reagiert der Markt? Fondsmanager selbst, die eine Strategie mit hohen ICC anwenden, scheinen sich auf diese zu verlassen: Sollten sie im Laufe des Geschäftsjahres einmal hinter ihre Kollegen zurückgefallen sein, geraten sie nicht in Panik und schrauben das Risiko hoch, wie es generell der Fall im „Turnier um den Siegerpokal“ dokumentiertes Verhalten darstellt, sondern bewahren die Raison. Kleinanleger richten ihr Anlageverhalten nicht an den ICC eines Fonds aus; institutionelle Anleger in Fonds indes, die das finanzielle Know-How mitbringen sowie über die technischen Ressourcen und die Datengrundlage verfügen, ICC von Fonds zu berechnen, legen vermehrt in solcherlei Fonds an, die hohe ICC aufweisen.