

Je größer der Asset Manager desto besser die Performance?



In unserem heutigen Beitrag widmen wir uns der These, ob es einen Zusammenhang gibt zwischen der Größe eines Asset Managers und dessen Performance. „Je größer der Asset Manager, desto besser die Performance“ klingt eigentlich logisch, wenn man bedenkt, dass große Asset Manager deutlich mehr Research- und Software-Kapazitäten haben als kleine Asset Manager und somit Kundengelder vermeintlich professioneller und qualitativer investieren können.

Diese These möchten wir anhand von Morningstar Daten überprüfen und haben dabei insbesondere aktive Multi Asset Fonds aus den Kategorien „EUR aggressiv“, „EUR ausgewogen“, „EUR defensiv“ und „EUR flexibel“ mit jeweils einem 5 Sterne-Rating untersucht. Zunächst möchten wir die Definition der Kategorien genauer umreißen. Die Kategorie „Mischfonds EUR aggressiv“ umfasst 80 Fonds (davon 5 Fonds mit 5 Sterne-Rating) mit einer Aktienquote, die normalerweise über 65% liegt. Die Kategorie „Mischfonds EUR ausgewogen“ umfasst 160 Fonds (davon 8 Fonds mit 5 Sterne-Rating) mit einer Aktienquote von 35% bis 65%. Die Kategorie „Mischfonds EUR defensiv“ umfasst 305 Fonds (davon 46 Fonds mit 5 Sterne-Rating) mit einer Aktienquote bis zu 35%. Die Kategorie „Mischfonds EUR flexibel“ umfasst 221 Fonds (davon 17 Fonds mit 5 Sterne-Rating), ohne besondere Beschränkungen hinsichtlich der Aktienquote. Die nachfolgende Tabelle stellt diese Verteilung nochmals anschaulich dar:

Multi Asset Kategorie	Ø Aktienquote	Anzahl der Fonds	5 Sterne-Rating	Anteil (in %)
Mischfonds EUR aggressiv	>65%	80	5	6,25%
Mischfonds EUR ausgewogen	35%-65%	160	8	5,00%
Mischfonds EUR defensiv	<35%	305	46	15,08%
Mischfonds EUR flexibel	0-100%	221	17	7,69%
Gesamt	--	766	76	9,92%

Quelle: Morningstar Fund Screener, Tresides Asset Management, Stand: 22.09.2023

Nach welcher Kennzahl geht Morningstar bei der Bewertung der Fonds vor und wie viele Fonds landen in der 5 Sterne-Kategorie?

„The Morningstar Rating is based on **Morningstar Risk-Adjusted Return (MRAR)**, using Morningstar Risk-Adjusted Return % Rank for funds in a category. Starting with the highest MRAR % Rank, those funds with a rank that meets but **does not exceed 10%** receive a 5-star rating.“ Das heißt also, dass die risikoadjustierte Performance entscheidend ist und die besten 10% einer Kategorie mit einem 5 Sterne Rating versehen werden. Bei einer langen Historie von mehr als 10 Jahren fließt das 10 Jahres-Rating mit 50% in die Berechnung ein, das 5-Jahres-Rating mit 30% und das 3-Jahres-Rating mit 20%:

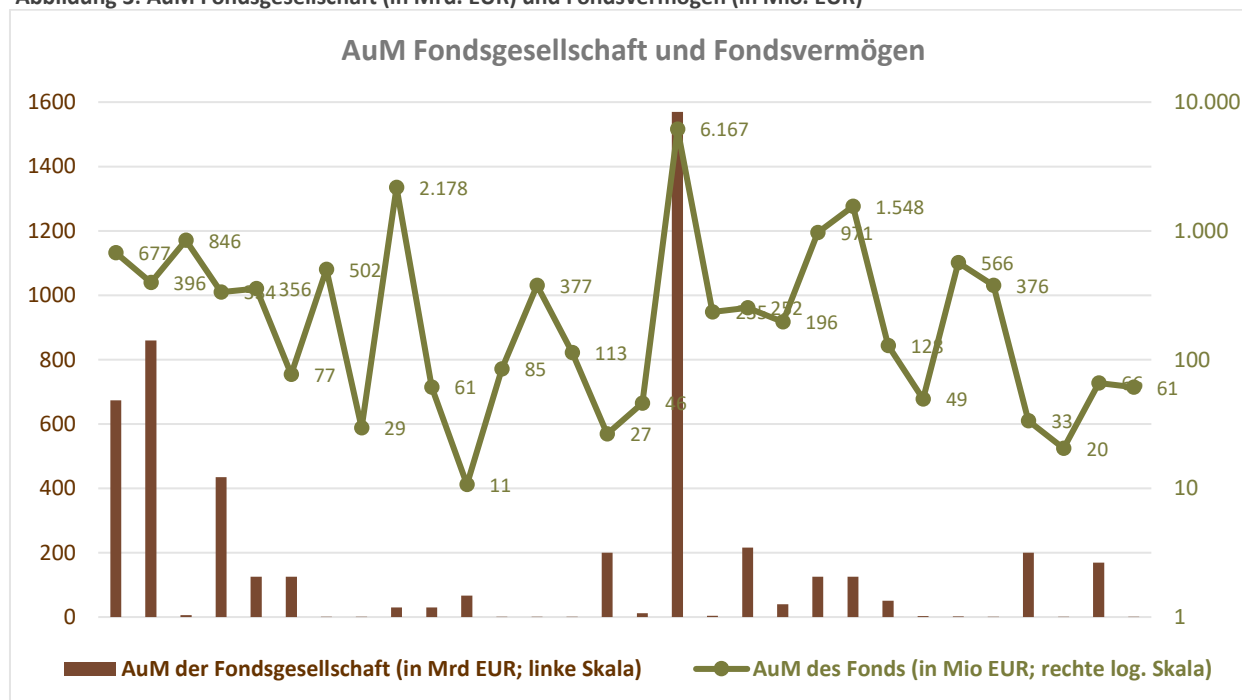
Abbildung 1: Morningstar-Ratingverteilung (in %) und Abbildung 2: Morningstar-Gewichtung (in %)

Score	Percentage	Word Label	Months of Total Returns	Overall (Weighted) Morningstar Rating
5	Top 10%	High	36–59	100% three-year rating
4	Next 22.5%	Above Average	60–119	60% five-year rating
3	Next 35%	Average	120 or more	40% three-year rating
2	Next 22.5%	Below Average		50% 10-year rating
1	Bottom 10%	Low		30% five-year rating 20% three-year rating

Quelle: Morningstar Category for Funds Definitions, Stand: 14.09.2023

Da wir – wie einleitend erwähnt – nur die 5-Sterne-Fonds berücksichtigen, fließen in unsere Analyse also 76 aktiv gemanagte Multi Asset Fonds ein. Dabei ist zu berücksichtigen, dass einige Fonds mit unterschiedlichen Anteilsklassen mehrfach erfasst werden, weshalb wir diese auf eine Anteilsklasse reduzieren. Somit verbleiben 30 unterschiedliche Fonds, die in die Analyse einfließen. Das Ergebnis stellt sich in der nachfolgenden Grafik dar.

Abbildung 3: AuM Fondsgesellschaft (in Mrd. EUR) und Fondsvermögen (in Mio. EUR)



Quelle: Morningstar, Tresides Asset Management, Stand: 22.09.2023

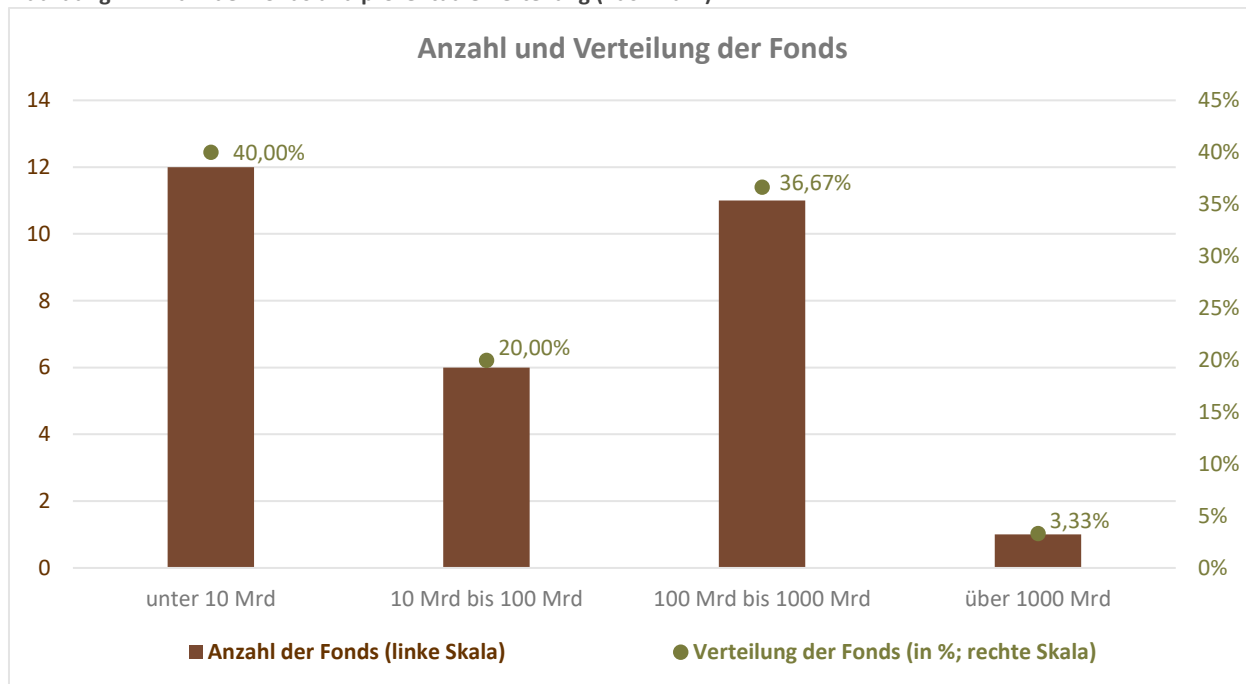
Die zu untersuchenden Fondsgesellschaften werden anhand des jeweils verwaltenden Vermögens (AuM) in folgende vier Kategorien unterteilt (alle Angaben in EUR):

- I. <10 Mrd. AuM
- II. Zwischen 10 Mrd. und 100 Mrd. AuM
- III. Zwischen 100 Mrd. und 1.000 Mrd. AuM
- IV. >1.000 Mrd. AuM

Auffällig dabei ist, dass es nur einen Asset Manager mit mehr als 1.000 Mrd. AuM gibt, der sich in der 5 Sterne Kategorie wiederfindet. Dies ist erstaunlich, da große Fondsgesellschaften eine deutlich höhere Fondsanzahl am Markt platziert haben und allein dadurch statistisch mehr Fonds in diese Kategorie fallen

müssten. Auch in Bezug auf das Fondsvolumen kann festgehalten werden, dass es nur drei 5 Sterne-Fonds gibt, die mehr als 1 Mrd. umfassen (10%). Am häufigsten (50%) bewegt sich das Fondsvolumen zwischen 100 Mio. und 1 Mrd. (40% befinden sich unter 100 Mio.). Auf der anderen Seite wird deutlich, dass kleine Fondsgesellschaften mit weniger als 10 Mrd. AuM vergleichsweise oft mit einem 5 Sterne-Rating versehen werden (40%). Auch mittelgroße Fondsgesellschaften zwischen 100 Mrd. AuM und 1.000 Mrd. AuM schneiden vergleichsweise gut ab (36,67%):

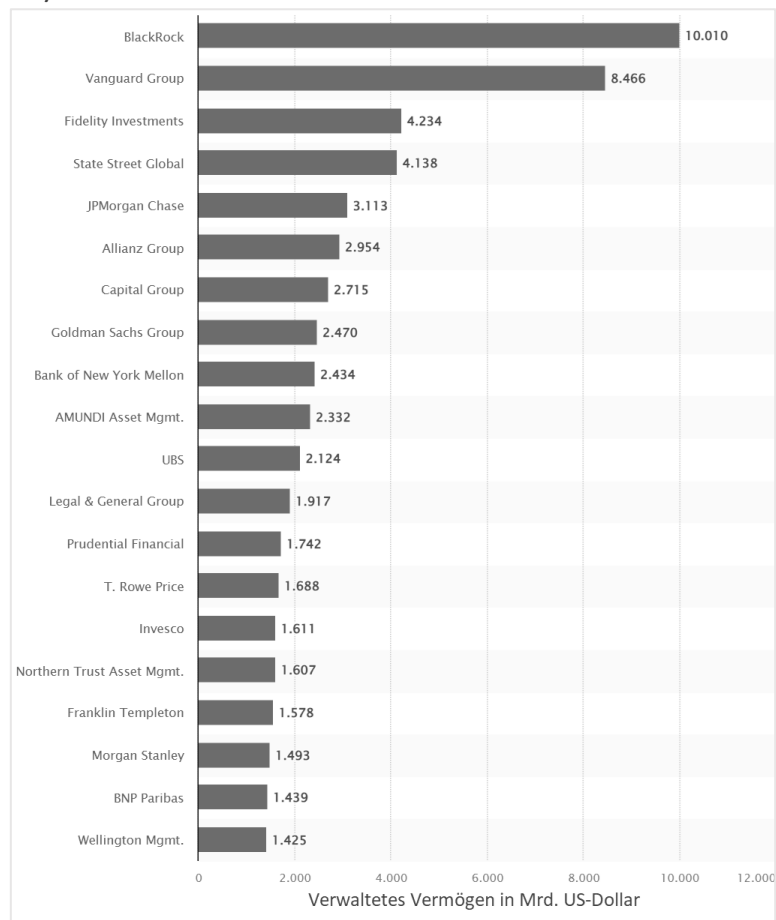
Abbildung 4: Anzahl der Fonds und prozentuale Verteilung (nach AuM):



Quelle: Morningstar, Tresides Asset Management, Stand: 22.09.2023

Die Auswertung zeigt, dass die aufgeworfene These, dass es einen Zusammenhang zwischen Größe der Fondsgesellschaft und Performance gibt, nicht belegt werden kann - zumindest für in Euro lautende Multi Asset Fonds. Ebenso scheint es keinen Zusammenhang zu geben zwischen der Fondsgröße und der Performance. Natürlich gilt es zu erwähnen, dass es nur wenige Fondsgesellschaften gibt, die mehr als 1.000 Mrd. AuM verwalten, wie die nachfolgende Grafik deutlich macht:

Abbildung 5: Top 20 der im Asset Management tätigen Unternehmen im Jahr 2021 nach dem verwalteten Vermögen weltweit (in Mrd. US-Dollar):



Quelle: Statista Research Department, 06.03.2023

Woran kann es liegen, dass kleine Fondsgesellschaften bei Morningstar derart gut abschneiden?

These Nr. 1: Kleine Fondsboutiquen (<10 Mrd. AuM) haben im Vergleich zu großen Fondsgesellschaften mehr Freiheitsgrade. Große Fondsgesellschaften fürchten um ihre Reputation und können es sich nicht leisten, deutlich schwächer als die Benchmark oder die Peergroup zu sein. Zudem wird eine interne Hausmeinung vorgegeben, an die sich die Fondsmanager halten müssen und dabei stärkere Abweichungen untersagt werden. Fondsboutiquen hingegen haben weniger interne Vorgaben und sind dazu in der Lage, einen hohen Tracking Error einzugehen.

These Nr. 2: Kleine Fondsboutiquen sind eher auf eine Assetklasse/ Strategie spezialisiert und stecken ihre gesamte Kompetenz in dieses Thema. Große Fondsgesellschaften hingegen decken generalistisch mehrere Assetklassen und Strategien ab und diversifizieren ihre Expertise, wodurch die Fokusfindung erschwert wird.

These Nr. 3: Kleine Fondsboutiquen sind schneller und können sich flexibler an neue Marktgegebenheiten anpassen. Dies kann zwei Gründe haben, zum einen sind die Entscheidungsprozesse durch eine geringere Anzahl von Gremien deutlich kürzer. Zum anderen lassen sich kleinere Anlagevolumina schneller handeln ohne Marktverwerfungen hervorzurufen. Überdies können Ineffizienzen in illiquideren Märkten (Bsp: Sub-Benchmark Anleihe-Emissionen unter 500 Mio. EUR oder Small Cap Aktien) besser ausgenutzt werden. Zum selben Ergebnis kommt die Studie „Can Large Pension Funds Beat the Market?“, in der es heißt „*The diseconomies of scale are primarily apparent for funds investing in less liquid assets, as proxied by fund total return loadings on the traded systematic liquidity factor. As a result, the performance of large*

pension funds seems to be subject to size-induced liquidity limitations.“ Neben den höheren Transaktionskosten spielt auch der „Size“ Risikofaktor eine Rolle, dem die Theorie zugrunde liegt, dass es für Aktienwerte mit kleinerer Marktkapitalisierung eine zusätzliche Risikoprämie zu vereinnahmen gibt.

These Nr. 4: Interne (Buy-Side) Researchkapazitäten bringen im Vergleich zu externen Researchanbietern (Sell-Side) keinen Performance-Mehrwert. Ein großes Buy-Side Research lässt sich nach außen sehr gut vermarkten und hilft bei der Beantwortung von Kundenanliegen, allerdings lässt sich durch internes Research die Management-Qualität nur selten steigern.

These Nr. 5: Das Fondsvolumen ist viel mehr davon abhängig wie hoch der Marketing- und Vertriebsaufwand der jeweiligen Fondsgesellschaft ist, als die erzielte Performance. Natürlich lässt sich ein 5-Sterne Rating besser vermarkten, allerdings sind die Fondsvermögen der kleineren Fondsboutiquen im Vergleich trotz besserer Performance überschaubar.

Unter dem Strich sind Anleger gut beraten, sich nicht ausschließlich auf die Größe der Fondsgesellschaft bzw. des verwaltenden Vermögens im Fonds zu verlassen. Größe alleine ist - wie so oft im Leben - auch im Fondsmanagement kein Erfolgsgarant. Auf dasselbe Ergebnis kommt Andrew Clare in seinem Paper *„Is there a Boutique Asset Management Premium?“*, indem er insbesondere europäische Small&Mid Cap Fonds hervorhebt. Die Hong Kong University of Science and Technology hat in dem Paper *„How Does Size Affect Mutual Fund Behavior?“* herausgefunden *„Funds that invest in the small-cap sector benefit the most from diversification controlling for fund size and fund family size. They present evidence that smaller funds outperform larger ones in the small-cap sector. Both our results and those of Chen et al. support liquidity constraints as an explanation for why large-cap funds diversify more slowly in response to growth in assets under management.“* Demnach sollten Anleger vielmehr kleinere Fondsgesellschaften mit in ihren Analyse- bzw. Auswahlprozess integrieren und Anbieter ausfindig machen, die unabhängige und schnelle Entscheidungen treffen können.

Wir bei Tresides Asset Management verfolgen einen flexiblen und benchmarkfreien Managementansatz, der es uns ermöglicht unsere unabhängige Hausmeinung akzentuiert umzusetzen. Wir nutzen dabei die kurzen Entscheidungswege im Team und können uns situativ an Marktveränderungen anpassen. Wir können auch Sondersituationen (wie z.B. Not Rated Anleihen, Sub-Benchmark Emissionen, Small Caps) in den Portfolien implementieren und zusätzliche Risikoprämien abschöpfen. Insgesamt sind wir bestrebt eine vor allem nachhaltige und risikoadjustierte Outperformance zu generieren und legen großen Wert auf eine Kommunikation auf Augenhöhe, sowie ein hohes Service-Level. Dies attestierte uns jüngst auch die Fachzeitschrift Capital und das Institut für Vermögensaufbau (IVA). Analog des bewährten Capital-Fonds-Kompass wurde anhand der Kriterien Fondsqualität (max. 50 Punkte), Management (max. 30 Punkte) und Service (max. 20 Punkte) Tresides unter 179 deutschen Fondsboutiquen mit Platz 1 ausgezeichnet.

Abbildung 6: Die besten kleinen Fondsgesellschaften in Deutschland

Die besten Fondsboutiquen

Erstmals ermittelte Capital die besten kleinen Fondsgesellschaften in Deutschland. Diese Boutiquen bieten nur einen oder wenige Fonds an und sind meist sehr spezialisiert. Insgesamt gingen 179 Anbieter in die Analyse ein – aus Platzgründen dokumentieren wir hier nur die Anbieter mit vier und fünf Sternen in der Gesamtbewertung.

FONDSBOUTIQUE	ANZAHL FONDS	SCHWERPUNKT	PORT-FOLIO	MANAGE-MENT	SER-VICE	GESAMT-ERGEBNIS	ERGEBNIS
			Punkte (max. 50)	Punkte (max. 30)	Punkte (max. 20)	Punkte (max. 100)	
Tresides Asset Management	3	Akt., Spez., M.-Asset	47,5	28,6	16,6	92,7	★★★★★
Invest in Visions	1	Renten	45,1	26,4	16,7	88,2	★★★★★
Grossbötzl, Schmitz & Partner	3	Spezialitäten	41,8	27,6	16,4	85,8	★★★★★
e/r/w Vermögensmanagement	3	Multi-Asset	46,8	22,6	16,4	85,8	★★★★★
Wagner & Florack	1	Aktien	39,3	29,2	17,3	85,7	★★★★★
Meritum Capital Managers	1	Multi-Asset	44,6	28,1	12,7	85,4	★★★★★
BIT Capital	1	Spezialitäten	40,3	27,6	16,5	84,3	★★★★★
GAP Vermögensverwaltung	2	Multi-Asset	40,3	29,4	13,8	83,5	★★★★★
Value Intelligence Advisors	2	Multi-Asset, Aktien	40,4	28,4	14,6	83,4	★★★★★
pfp Advisory	1	Aktien	46,5	25,7	11,1	83,2	★★★★★
Eyb & Wallwitz Vermögensmanag.	4	Multi-Asset	35,4	28,9	18,9	83,2	★★★★★
Spinoza Capital	2	Multi-Asset	48,5	25,4	9,2	83,1	★★★★★
Lingohr Asset Management	8	Aktien	47,9	15,0	14,9	77,7	★★★★★
Steinbeis & Häcker	2	Aktien	38,7	23,9	15,1	77,7	★★★★★
Ringelstein und Partner	3	Aktien, Multi-Asset	33,2	27,6	16,3	77,2	★★★★★
Robus Capital Management	1	Renten	42,8	30,0	4,3	77,1	★★★★★
Trend-Kairos-Capital	2	Aktien	39,3	20,6	17,1	77,0	★★★★★
Lange Assets & Consulting	1	Renten	38,2	24,0	14,4	76,6	★★★★★
FV Frankfurter Vermögen AG	3	Multi-Asset	34,8	25,0	16,7	76,5	★★★★★
Dickemann Capital	3	Multi-Asset	39,6	23,5	13,2	76,3	★★★★★
Source For Alpha	4	Aktien	35,6	26,9	13,2	75,7	★★★★★
Do Investment	4	Multi-Asset	32,3	28,3	14,7	75,4	★★★★★
Heemann Vermögensverwaltung	3	Multi-Asset	33,9	22,4	17,7	74,0	★★★★
Kirix Vermögensverwaltung	3	Multi-Asset	36,1	23,7	14,0	73,8	★★★★
FAM Frankfurt Asset Management	2	Renten	47,4	10,0	16,4	73,8	★★★★
SALytic Invest	3	Renten, Akt., M.-Ass.	38,0	19,7	15,5	73,2	★★★★
Optinova Asset Management	2	Spezialitäten	39,3	16,1	17,1	72,6	★★★★
SVA Vermögensverw. Stuttgart	2	Multi-Asset	33,7	25,5	13,4	72,6	★★★★
Wydler Asset Manag. Deutschland	2	Aktien	38,2	24,9	9,3	72,4	★★★★
BV & P Vermögen	2	Multi-Asset	34,9	27,1	10,2	72,3	★★★★
avesco Sustainable Finance	1	Aktien	43,5	11,4	16,8	71,7	★★★★
Serafin Asset Management	6	Aktien, Spez., M.-Ass.	33,5	20,8	17,3	71,6	★★★★
Prisma Investment	1	Multi-Asset	27,9	28,9	14,4	71,2	★★★★

Fondsboutiquen mit Spitzenbewertungen von ★★★★★ (60–74 Punkte) und ★★★★★ (75–100 Punkte); Punktzahl jeweils gerundet auf eine Nachkommastelle

Quelle: Capital, Ausgabe 11/2023

Quellenverzeichnis:

Morningstar Fund Screener: <https://www.morningstar.de/de/screener/fund.aspx>

Morningstar Methodologie:

https://www.morningstar.com/research/signature?utm_campaign=marketing_component&utm_content=marketing_content_module_professional_stocks_de&utm_medium=referral&utm_source=morningstar.de

Statista: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/192925/umfrage/groesste-unternehmen-im-asset-management-nach-verwaltetem-vermoegen-weltweit/>

Social Science Research Network: Is there a Boutique Asset Management Premium?

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3542243

Social Science Research Network: Can Large Pension Funds Beat the Market? Asset Allocation, Market Timing, Security Selection and the Limits of Liquidity

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1885536

Social Science Research Network: How Does Size Affect Mutual Fund Behavior?

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=918250

Cheung Kong Graduate School of Business: How Does Size Affect Mutual Fund Performance? Evidence from Mutual Fund Trades

<https://www.ckgbsb.edu.cn/uploads/201409/paper%20of%20Prof.%20Tarun%20Chordia.pdf>

Capital: Das sind die besten Fondsboutiquen

https://www.tresides.de/tres/aktuelles/meldungen/2023/Capital1123_Rares_fuer_Bares_TresidesAsset_Management.pdf

Rechtliche Hinweise:

Diese Publikation stellt eine Werbung dar und dient der Beschreibung unserer Leistungen und der jeweiligen Produkte. Diese Publikation stellt weder eine Anlageberatung noch ein Angebot für den Kauf oder Verkauf der genannten Produkte dar. Sie ersetzt auch nicht die individuelle und persönliche Beratung des Anlegers.

Es handelt sich um eine Werbe- bzw. Marketingmitteilung, die weder den gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit bzw. der Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen noch dem Verbot des Handelns im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen unterliegt.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen wurden von uns sorgfältig zusammengestellt und beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig erachten. Eine Gewähr für die Aktualität, Vollständigkeit und Richtigkeit können wir jedoch nicht übernehmen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle unverbindliche Auffassung der Tresides Asset Management GmbH wieder und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Darstellung vergangenheitsbezogener Daten oder die Abbildung von Auszeichnungen geben keinen Aufschluss über die zukünftige Entwicklung der genannten Produkte.