

# Wissenschaftliches Fondsresearch, Folge 8

# Rankings und Ratings

Von Matthias Weber

---

Je weniger Morningstar-Sterne, desto schlechter die risikoadjustierte Performance. Zu diesem Schluss kamen Morey und Gottesman in einer Studie über 1900 US-Aktienfonds und ihre Performance in den Jahren 2002 bis 2005. Dabei fielen nicht einfach nur die schlechtesten Fonds ab, wie das aus anderen Studien bekannt ist, sondern je mehr Sterne, desto besser war die Performance: Zwei Sterne waren signifikant besser als einer, drei besser als zwei etc. Weder Kosten noch Portfolioumschlag waren für dieses Ergebnis verantwortlich. Im Gegenteil: Die besten Fonds waren leicht teurer, und der Portfolioumschlag war etwas höher. Allerdings verschwanden in diesen drei Jahren 20% der Fonds. Der Effekt auf die Studie bleibt unklar; sie ist also mit Vorsicht zu genießen.

## Fondsrankings

Morningstar ordnet einen Fonds anhand der heutigen Charakteristik einer Vergleichsgruppe zu und vergibt dann Sterne basierend auf Performancezahlen über drei, fünf und zehn Jahre relativ zu dieser Vergleichsgruppe. Das Resultat hängt somit in hohem Masse von der Vergleichsgruppe ab, nur bedingt aber von den systematischen Risiken, die der Fondsmanager eingeht. Es ist denn auch bekannt, dass einzelne Fonds ein Morningstar-Stylebox-Management betreiben. So weist zum Beispiel ein Fonds die Tendenz zu Mid Caps und Substanzwerten auf, aber nur gerade so viel, dass er bei Morningstar immer noch in der Vergleichsgruppe Large Caps – Blend verbleibt. Auch Lipper errechnet ihre Scores relativ zu Vergleichsgruppen und kämpft somit mit den gleichen Problemen.

Warum sind Vergleichsgruppen so beliebt? Weil sie sich für jedermann nachvollziehbar festlegen lassen und jedes Jahr viele Awards vergeben werden können.

Ein anderes Vorgehen wählt Europerformance in Zusammenarbeit mit der EDHEC Business School. Jeder Fonds wird einer Regressionsanalyse unterzogen, um eine seinem Stil entsprechende Benchmark zu bestimmen. Gegen diese Stilbenchmark werden dann das Alpha und seine Persistenz berechnet ([www.stylerrating.com](http://www.stylerrating.com)). Steuert jedoch ein Fondsmanager seine Risikoexposures dynamisch – von Value zu Growth, von Small zu Large –, so kommt das Modell ins Trudeln, wie wir das in der zweiten Folge unserer Serie beschrieben haben. Da zudem die gewählte Stilbenchmark nicht bekannt ist, sind die Ergebnisse für Aussenstehende kaum nachvollziehbar.

Alle drei Ansätze arbeiten mit langfristigen Performancezeitreihen, um den Faktor Zufall möglichst gering zu halten.

Allerdings gibt es im Management eines Fonds über die Zeit Veränderungen.

## Managerrankings

Insbesondere ein Wechsel des Fondsmanagers kann den ganzen Track Record und somit die Relevanz der Ergebnisse der Anbieter in Frage stellen. Deshalb analysiert Citywire nicht den Track Record der Fonds, sondern den der Manager: Citywire verfolgt die Karriere der Fondsmanager, setzt deren Track Record aus den Performancewerten der von ihnen betreuten Fonds zusammen und zeichnet entsprechend die Manager und nicht die Fonds aus ([www.citywire-fmi.com](http://www.citywire-fmi.com)).

Das ist allerdings nur beschränkt sinnvoll, wenn Fonds von einem Team verwaltet werden oder der Manager nach tollem Leistungsausweis die Grossbank verlässt, seine eigene Vermögensverwaltung gründet und damit neben dem Fondsmanagement noch ganz andere Verantwortungen übernehmen muss.

## Qualitative Analyse

All diese Ansätze basieren nur auf der statistischen Auswertung der vergangenen Performance. Es handelt sich genau genommen um reine Rankings und nicht um qualitativ untermauerte Ratings. Rankings mögen durchaus interessante Erkenntnisse liefern, aber jedes einzelne Resultat ist zu hinterfragen. Wie in dieser Serie aufgezeigt wurde, muss der Fondsanalyst viele Puzzleteile sortieren und zusammensetzen, um sich ein klares Bild der Attraktivität des Fonds machen zu können.

Für den Privatanleger selbst ist dies ein hoffnungsloses Unterfangen. Für Banken, Versicherungen und andere professionelle Anleger ist es sinnvoll, diese Analyse selbst zu machen, sofern sie die nötigen Ressourcen haben und Unabhängigkeit garantieren können. Andernfalls lässt sich die Fondsanalyse auslagern. Selbstverständlich sollte der externe Fondsresearchanbieter einzig vom Auftraggeber bezahlt werden. Tatsächlich lassen sich aber die meisten Ratinganbieter von den Fondsgesellschaften bezahlen oder verlangen eine Entschädigung für die Aufnahme in ihre Researchdatenbank. Ein finanziell lukratives, aber kaum nachhaltiges Geschäftsmodell, wie uns die jüngsten Erfahrungen von Moody's oder S&P mit den Ratings von CDO lehren.

---

Matthias Weber ist Partner der Ifund Services, Zürich. Die im Jahr 2000 gegründete Ifund Services bietet institutionellen Anlegern massgeschneiderte Lösungen im Bereich Anlagefonds an, zum Beispiel Fondsresearch. Die ersten acht Folgen der Serie über das wissenschaftliche Fondsresearch sind in FuW Nrn. 69, 73, 79, 83, 89, 96 (im Jahr 20007) sowie in Nr. 1 vom 5. Januar erschienen.