

Hintergrund

April 2002

Ranking und Rating -
Allheilmittel für Fondsanleger?
Teil I

©2002. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Grüneburgweg 102, 60323 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

Ranking und Rating - Allheilmittel für Fondsanleger?

- ◆ Die große Anzahl der in Deutschland angebotenen Investmentfonds sowie die verwirrende Vielfalt deren Ausgestaltungsmöglichkeiten erfordert für private wie für institutionelle Anleger objektive Vergleichskriterien für eine gezielte Fondsauswahl.
- ◆ Die Bandbreite der Beurteilungssysteme reicht von rein quantitativen („Ranking“) bis zu rein qualitativen („Rating“) Methoden, wobei die verschiedenen Anbieter diese Begriffe unterschiedlich verwenden.
- ◆ Das Fonds-Ranking bewertet Investmentfonds über die reine Performance hinaus nach Rendite- und Risikogesichtspunkten (quantitative Beurteilung) und vergibt Auszeichnungen je nach Rangfolge der Ergebnisse dieser kombinierten Betrachtung.
- ◆ Die Ansätze der verschiedenen Anbieter von Rankings unterscheiden sich z. T. ganz erheblich voneinander, so dass ein Vergleich der Analyseergebnisse sowie eine Beurteilung der einzelnen Systematiken nur sehr eingeschränkt möglich ist. Schon die Wahl unterschiedlicher Grenzen der Einteilung der einzelnen Beurteilungsklassen führt zu untereinander nicht ohne weiteres vergleichbaren Ergebnissen.
- ◆ Neben den systemimmanenten Problemen eines quantitativen Vergleichs führt insbesondere der reine Vergangenheitsbezug der Beurteilung dazu, dass die alleinige Verwendung quantitativer Modelle für eine fundierte Investmententscheidung nicht ausreichend ist.

Ranking und Rating - Allheilmittel für Fondsanleger?

Mit mehr als 6000 verschiedenen Investmentfonds hat der Privatanleger in Deutschland die Qual der Wahl. Wurde ihm bis vor einigen Jahren die Wahl unfreiwillig und sicherlich nicht immer zur Performanceverbesserung seines Depots erleichtert, indem die Banken fast ausschließlich die Fondsprodukte des eigenen Konzerns vertrieben haben, so sind die Wahlmöglichkeiten in den letzten Jahren dramatisch gewachsen. Dies hat nicht nur mit der immensen Zahl von Neuauflagen von Fonds zu tun, sondern auch mit der stärker gewordenen Konkurrenz der Vertriebswege über Direktbanken und „Fondssupermärkte“. Die Großbanken öffnen sich für den Vertrieb von „Fremdfonds“ und auch den Kapitalanlagegesellschaften soll zukünftig erlaubt sein, „Fremdfonds“ zu vertreiben. Dieser Öffnung des Fondsmarktes steht eine Flut von Möglichkeiten und Informationen gegenüber, mit der sich der Privatanleger konfrontiert sieht, will er sein Vermögen sinnvoll und ertragbringend anlegen. Hierbei steht nicht die Frage im Vordergrund, ob Investmentfonds das geeignete Anlagemedium sind, sondern wie die Anlage in Investmentfonds gestaltet werden soll.

Obwohl Wortkreationen wie „Fondssupermarkt“ suggerieren, dass die Anlage in Investmentfonds so einfach zu handhaben ist wie der Kauf von einem Pfund Butter, sieht die Realität anders aus. Die Produktvielfalt einerseits sowie die großen Qualitäts- und Preisunterschiede vergleichbarer Produkte andererseits machen deutlich, dass die Fondsanlage ohne ein gewisses Mindestmaß an Information nicht anzuraten ist. Trotz der gesetzlich vorgeschriebenen Informationen in Rechenschafts- und Halbjahresberichten ist die Fondsanlage für viele Anleger immer noch eine „black box“, in der ihr Geld verschwindet, von einem Unbekannten verwaltet wird und am Ende eine mehr oder weniger befriedigende Performance herauspringt. Vor diesem Hintergrund ist der Bedarf an qualifizierter Beratung und über den Standard hinausgehenden Informationen verständlich, stellt aber an Berater wie Anleger gewisse Anforderungen.

Für beide „Zielgruppen“ gibt es eine Vielzahl von Hilfsmitteln. In nahezu jeder Publikation zum Börsengeschehen finden sich Informationen zu Investmentfonds, von der reinen Kursinformation (Tageszeitung) über vergleichende Tabellen (Wochen- oder Monatsperiodika, Internet) bis hin zu ausgefeilten Ratingbeurteilungen (v. a. Internet, z. T. auch in Zeitungen oder Zeitschriften). Auch für institutionelle Anleger ist dieses Thema relevant, reicht ein Fonds-Rating doch teilweise bis in die Beurteilung der beteiligten Kapitalanlagegesellschaft hinein, was dann sowohl für Publikumsfonds als auch für Spezialfonds Bedeutung hat. Auch der quantitative Vergleich von Spezialfonds ist von einigen wenigen Anbietern erhältlich, will aber - im Gegensatz zu Publikumsfonds - z. T. teuer bezahlt werden. Ein Vergleich eines Spezialfonds mit Publikumsfonds der gleichen Anlagekategorie sollte aber i. d. R. möglich sein.

Da Begrifflichkeit und Inhalt der Beurteilungssysteme der einzelnen Anbieter deutlich voneinander abweichen, werden in zwei Folgen die verschiedenen Methoden und Anbieter vorgestellt, um durch das Labyrinth der Fondsanalysen und -empfehlungen einen roten Faden der Orientierung zu legen. Dies erscheint insbesondere vor dem Hintergrund nötig, als Fonds-Ratings vielfach als eine Art „Allheilmittel“ angepriesen werden, um jegliche Probleme im Zusammenhang mit einer Anlage in Investmentfonds zu lösen. Auf konkrete Beispiele bestehender Auswertungen mit der Nennung der beurteilten Fonds müssen wir aus Gründen der Neutralität verzichten.

Diese Publikation behandelt das Thema „Fonds-Ranking“ und stellt die derzeit auf dem deutschen Markt vertretenen Anbieter der quantitativen Bewertungsmodelle vor. Eine weitere wird im kommenden Monat das Thema „Fonds-Rating“ und dessen Anbieter umfassen und Möglichkeiten und Grenzen der Beurteilungsmöglichkeiten von Investmentfonds aufzeigen.

Fonds-Ranking

Die einfachste Art der „Hilfestellung“ für den Investor besteht in der Zusammenstellung der Performance der Fonds, geordnet nach Anlagekategorie, über verschiedene Zeiträume. Diese „Rennlisten“ sind verhältnismäßig einfach zu erstellen und nachzuvollziehen: suche den Fonds aus, der in der Liste ganz oben steht, und du hast die richtige Wahl getroffen - so oder so ähnlich suggeriert der jeweilige Listenanbieter interessierten Anlegern. Dabei ist das Wort „Ranking“ (englisch: to rank = reihen, ordnen) wortwörtlich zu nehmen, da es sich bei diesen Listen um Rangreihenfolgen bestimmter quantitativer Merkmalsausprägungen, üblicherweise der Performance der Fonds handelt. Bei einer über die reine Performance hinausgehenden quantitativen Betrachtung zur genaueren Analyse von Rendite und Risiko wird vielfach schon von einem „Fonds-Rating“ gesprochen; diese Bezeichnung ist in dem skizzierten Zusammenhang jedoch unzutreffend und verwirrend. Unter dem Begriff „Fonds-Ranking“ sollte ausschließlich die rein quantitative Beurteilung von Fonds in jeglicher Form subsumiert sein.

Einige eher technische Probleme können die Aussagekraft einer solchen Liste entscheidend beeinflussen. Zunächst ist auf die Trennschärfe der Abgrenzung zu achten, die zwischen den einzelnen Anlagekategorien errichtet wird. Je genauer die einzelnen Fonds gegeneinander abgegrenzt werden („externe Heterogenität“), desto kleiner wird die Anzahl der Fonds in einer Anlagekategorie und desto unübersichtlicher wird eine vergleichende Tabelle mit Dutzenden von genau gefassten Anlagekategorien („interne Homogenität“). Andererseits ist eine zu grobe Gliederung ebenfalls nachteilig, da die Gefahr wächst, Äpfel mit Birnen zu vergleichen - die als gemeinsames Merkmal höchstens noch aufzuweisen haben, dass beide auf Bäumen wachsen. So ist beispielsweise bei Mischfonds, die in Aktien und Renten anlegen dürfen, eine sehr große Bandbreite möglicher Anlagestrategien festzustellen. Eine faire Vergleichbarkeit leidet darunter jedoch. So könnte bei Mischfonds ein Fonds, der überwiegend in Neue Markt-Titel investiert und eine Beimischung an hochspekulativen Unternehmensanleihen haben kann, mit einem Fonds verglichen werden, dessen Anlageschwerpunkt in Staatsanleihen

liegt und einen kleinen Prozentsatz „Blue Chips“ beimischt. Dass im Vergleich dieser beiden Fonds gravierende Unterschiede auftreten, wird nicht überraschen.

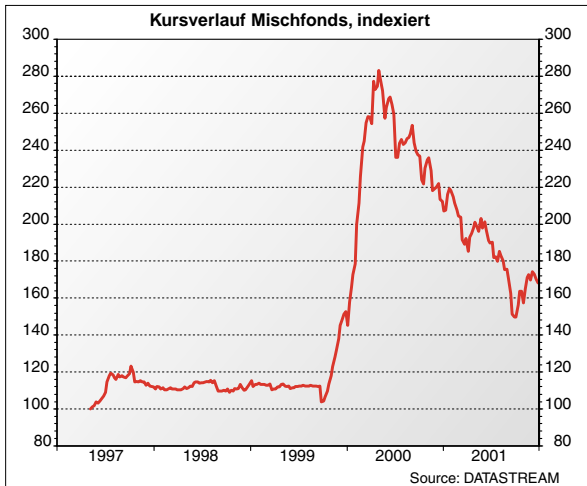
Anbieter von Fonds-Rankings versuchen die geschilderte Problematik durch eigene Definitionen und Abgrenzungen zu lösen. Die Güte der Performancevergleiche wird dabei wesentlich von der Gründlichkeit der Datenerhebung und der Bildung und Überprüfung von Vergleichskriterien bestimmt, wobei das bereits beschriebene Spannungsfeld zwischen genauer Abgrenzung und genügend großer Vergleichsgruppe nach wie vor bestehen bleibt.

Die folgenden Anforderungen an ein sinnvolles und systematisches Fonds-Ranking sind zu erfüllen:

- ◆ Definition von hinreichend abgegrenzten, gleichzeitig genügend großen Anlagekategorien (intern homogen, extern heterogen)
- ◆ Stringente und regelmäßig zu überprüfende Zuordnung von Fonds in die Kategorien
- ◆ Dynamische Überprüfung der Zuordnung nicht nur anhand der offiziellen Anlagerichtlinien, sondern auf der Basis der tatsächlichen Anlagestrategie
- ◆ Einbezug von „weichen“ Faktoren wie z. B. Managerwechsel
- ◆ Vergleich über mehrere Zeiträume, um Konsistenz oder Trend der Ergebnisse überprüfen zu können

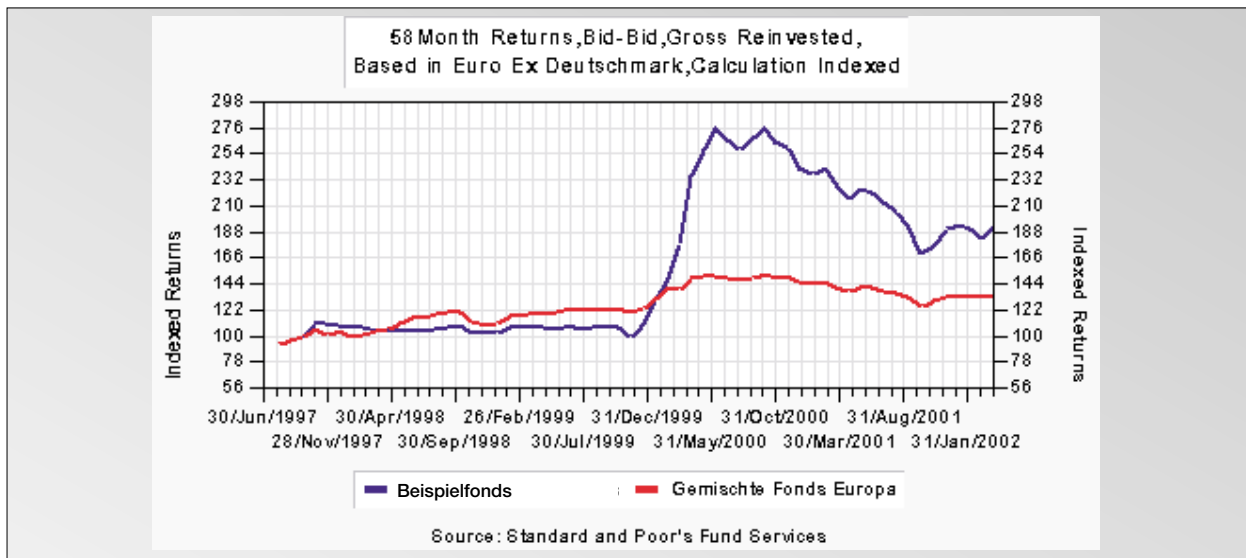
Die ständige Überprüfung und Anpassung der Kriterien erfordern einen hohen Arbeitsaufwand, der aber getan werden muss, um den bereits erwähnten Vergleich von Äpfeln mit Birnen zu verhindern. Ein Strategie- oder Managerwechsel kann bereits einschneidende Veränderungen zur Folge haben, wie das folgende Beispiel zeigt. Es handelt sich hier bei um einen in Deutschland zum Vertrieb zugelassenen, gemischten Investmentfonds mit ursprünglich defensiver Ausrichtung:

Abbildung 1



Neben dieser durch einen Manager- und Strategie-wechsel bedingten, für einen gemischten Fonds ungewöhnlichen Kursentwicklung stellt sich noch die Frage, ob die Vergleichbarkeit zu anderen Fonds in der Vergleichsgruppe wirklich gegeben ist, wie auch die Abbildung 2 zeigt:

Abbildung 2



Die uneinheitliche Verwendung der Begriffe „Ranking“ und „Rating“ erschwert eine vergleichende Beurteilung. Im Folgenden stellen wir Ihnen die Rankingsysteme der wichtigsten Anbieter vor. Hierbei wird „Ranking“ ausschließlich im Sinne quantitativer Vergleiche verwendet.

Ranking-Anbieter

Feri Trust

Bekannt wurde Feri Trust in puncto Fondsanlagen vor allem als Datenlieferant für Übersichten in verschiedenen Tageszeitungen (z. B. FAZ, Handelsblatt, Financial Times Deutschland). Feri Trust bietet seit 1999 eine Einteilung von Investmentfonds nach Güteklassen an, wobei hier - trotz eines quantitativen Ansatzes - der Begriff „Fonds-Rating“ verwendet wird. Unter „Rating“ versteht Feri Trust „standardisierte Bewertungsverfahren, die für das Bewertungsobjekt eine prognostische Aussage beinhalten“ (FondsGuide 2002, S. 23). Die abschließende Einstufung erfolgt in insgesamt fünf Kategorien von „A“ (sehr gut) bis „E“ (schwach) ausschließlich in der Vergleichsgruppe aller Fonds in der selben Anlagekategorie.

Als Minimalanforderungen für das Fonds-Rating bestehen:

- ◆ nur Aktien- oder Rentenfonds (keine Mischfonds oder sonstige Mandate wie Rohstofffonds o. ä.)
- ◆ Historie über mindestens fünf Jahre
- ◆ Zulassung zum öffentlichen Vertrieb in Deutschland

- ◆ keine Veränderung auf Grund von Strategie- oder Managerwechsel
- ◆ Vergleichsgruppe mit mindestens 20 Konkurrenzfonds

Die Beurteilung eines Fonds erfolgt über die nachstehenden Schritte:

- a) Einstufung des Fonds in Anlagekategorien
- b) Beurteilung der Performance (70%) mittels Performance-Indikator:
 - Relative Performance (35%)
 - Langfristige Ertragskraft (25%)
 - Stabilität (40%)
- c) Beurteilung des Risikos (30%):
 - Timingrisiko (25%)
 - Verlustrisiko (60%)
 - Verhaltensrisiko (15%)

Die **relative Performance** wird über die jährliche Outperformance gegenüber dem Vergleichsindex sowie den Durchschnittsrang des Fonds in der Vergleichsgruppe in rollierenden Drei-Monats-Zeiträumen ermittelt, wobei sich diese Betrachtungen über einen Fünf-Jahres-Zeitraum erstrecken. Die **langfristige Ertragskraft** wird über das Verhalten des Fonds in Marktaufschwungphasen bestimmt (positive Elastizität). Der **Stabilitätsfaktor** wird aus der Anzahl der Zeiträume ermittelt, in denen der Fonds besser als der Index oder besser als seine Konkurrenten abgeschnitten hat.

Das **Timingrisiko** wird über die Volatilität abgebildet. Das **Verlustrisiko** setzt sich zusammen aus dem maximalen Sechs-Monats-Verlust innerhalb des Betrachtungszeitraums, der Wahrscheinlichkeit eines Verlustmonats, dem durchschnittlichen Verlust der Verlustmonate innerhalb des Fünf-Jahres-Zeitraums und dem Verhalten in Marktabschwungphasen (negative Elastizität). Das **Verhaltensrisiko** wird über den Tracking Error bestimmt.

Die Ergebnisse der Punkte b) und c) werden normiert und gehen entsprechend ihrer Gewichtung in die Schlusszahl ein, die wiederum für die Einteilung in die Kategorien „A“ bis „E“ anhand fester Klassengrenzen sorgt. Wie bei allen quantitativen Vergleichen gilt diese Einstufung nur innerhalb derselben Anlagekategorie; ein Vergleich zwischen den Anlagekategorien ist nicht zulässig.

Die Webseite von Feri lässt lediglich eine Anzeige der Fonds nach Assetklassen zu; eine eigene Sortierung oder die Suche nach einem ganz bestimmten Fonds ist erst nach einer kostenlosen Registrierung möglich.

Fazit: Der aufwändige Ansatz für eine quantitative Analyse ist erfreulich. Über manche Einteilung ließe sich streiten, wie z. B., warum die Performance mit 70% gegenüber dem Risiko mit 30% deutlich Übergewichtet wird. Auch ist die Einteilung in Beurteilungsklassen anhand eines starren Punkteschemas unflexibel und kann eng beieinander liegende Fonds in zwei verschiedene Klassen einteilen, wenn sich beide gerade an der Grenze befinden. Die Einteilung in verschiedene Anlagekategorien wird für brauchbare Ergebnisse von entscheidender Bedeutung sein. Es darf nicht übersehen werden, dass es sich beim „Fonds-Rating“ à la Feri Trust um eine ausschließlich quantitative Betrachtungsweise und demnach um ein Fonds-Ranking handelt. In diesem Zusammenhang erscheint es als zumindest unvorteilhaft, bei der Verwendung des Begriffs „Rating“ Beurteilungskategorien in Buchstabenform zu wählen, die Assoziationen an die Unternehmens-Ratings von Moody's bzw. Standard & Poor's wecken können. Dort ist allerdings bereits ein „B“ eine Kategorie nur für spekulative Anleger, ein „C“ ist ein Kennzeichen für den „Junk Bond“-Bereich. Hieraus könnten bei oberflächlicher Betrachtung gegenüber Investmentfonds falsche Schlüsse gezogen werden.

Morningstar

Das Morningstar-Rating (auch hier handelt es sich um ein Ranking) soll Anlegern die Analyse der „Wertentwicklung vergleichbarer Fonds, unter Berücksichtigung von Kosten und Risiken“ (Morningstar-Webseite) ermöglichen.

Voraussetzungen dafür, dass ein Fonds geratet werden kann, sind:

- ◆ mindestens dreijährige Wertentwicklung liegt vor
- ◆ ausreichende Informationsweitergabe für verlässliche Kategorisierung
- ◆ konsistente, über die Zeit stabile Anlageausrichtung
- ◆ ausreichende Anzahl an Vergleichsfonds

Die Vergabe von „Sternen“ als Beurteilungssymbole erfolgt über die folgenden Schritte:

a) **Einstufung des Fonds in Kategorien**

Jeder Fonds wird in eine vorgegebene Kategorie eingestuft, wobei diese Einstufung nicht anhand des vorgegebenen Anlageziels, sondern der tatsächlichen Portfoliositionen erfolgt. Die vergleichende Betrachtung erfolgt auch hier ausschließlich innerhalb der Kategorie.

b) **Betrachtung und Einbeziehung der Kosten**

Die jährlichen Kosten werden in der Wertentwicklung mit berücksichtigt; zusätzlich fließt auch der Ausgabeaufschlag in das Rating ein. Hier wird davon ausgegangen, dass Aktien- und Mischfonds max. 5%, Rentenfonds max. 3% kosten. Ist der Ausgabeaufschlag geringer, erhält der Fonds in der Bestimmung des Ratings einen Bonus. Der Ausgabeaufschlag wird auf die unterschiedlichen Vergleichszeiträume umgerechnet, um eine faire Vergleichbarkeit zu gewährleisten.

c) **Betrachtung und Einbeziehung der risikogepassten Rendite**

Über den so genannten Stutzer-Index, der im Gegensatz zur Sharpe-Ratio nicht von einer Normalverteilung der Fondsperformance ausgeht und herausragend positive Ergebnisse stärker in der Durchschnittsbildung gewichtet als sehr schlechte Ergebnisse, wird eine Rendite-/Risiko-Kennzahl errechnet, die für die Vergabe von Morningstar-Sternen entscheidend ist.

Die Top-Bewertung innerhalb einer Anlagekategorie aufgrund des Stutzer-Index zählt fünf Sterne und repräsentiert die Top-10% der Kategorie. Die darauf folgenden 22,5% erhalten vier Sterne, das breite Mittelfeld (35%) drei Sterne. Am Ende der Skala werden analog zu den beiden Top-Kategorien den schlechtesten 10% ein Stern und den nächstbesseren 22,5% zwei Sterne verliehen.

Fazit: Auch Morningstar verwendet eine erweiterte Kennzahlenbetrachtung, um eine eigene Klassifizierung innerhalb einer Assetkategorie zu erreichen. Qualitative Aspekte fehlen in der Systematik von Morningstar völlig. Es muss kritisch hinterfragt werden, warum die Ausgabeaufschläge nur bis zu einer Obergrenze einfließen, da die Tendenz zu steigenden Ausgabeaufschlägen anhält und manche

Aktienfonds bis zu 6,25% Ausgabeaufschlag verlangen, was in der Morningstar-Berechnung keine Berücksichtigung findet. Auch die Einteilung in die einzelnen Kategorien erscheint nicht immer glücklich; reine Länderfonds für Italien oder Frankreich finden sich in der Kategorie „Aktien Euroland“ wieder, was nicht falsch, aber eigentlich auch nicht richtig ist, da der Vergleich zu diversifizierten Euroland-Portfolios verzerrt wird. Gut dagegen gefällt die Unterscheidung der Kategorien z. B. in Standardwerte oder Nebenwerte.

Positiv hervorzuheben sind die Zusatzangebote von Morningstar auf ihrer Homepage, mit denen ein Anleger beispielsweise sein Fondsdepot auf Branchen, Länder oder Einzelwerte auf der Basis der aktuellen Portfoliostrukturen der Fonds durchleuchten lassen kann.

Standard & Poor's

Auch der Ansatz von Standard & Poor's zeichnet sich durch eine tiefgehende Gliederung der Anlagekategorien mit einer laufenden Überprüfung der richtigen Zuordnung anhand der tatsächlichen Portfoliostruktur aus. Die Datenbank ist sowohl unter dem Aspekt der Anzahl der beobachteten Fonds weltweit (> 6.500) als auch bezüglich der Tiefe der weitergehenden Gliederung der einzelnen Assetklassen (> 200 Anlagekategorien) sehr umfassend - wobei sich die Frage stellt, ob Sub-Kategorien mit nur einem bis zu vier Fonds für einen Vergleich wirklich Sinn machen (siehe Mindestanforderungen bei Feri Trust oder Morningstar).

Wie bei Morningstar werden als Ergebnis der quantitativen Analyse Sterne vergeben („Standard & Poor's Micropal Star Ranking“). Für jeden Monat wird die Performance im Vergleich zum Durchschnitt der Anlagekategorie berechnet, für den zurückliegenden Dreijahreszeitraum gemittelt sowie deren Volatilität bestimmt. Der Quotient aus Mittelwert der relativen Performance über drei Jahre und der Volatilität der relativen Performance ergibt eine Kennzahl, die nicht nur Auskunft über die relative Über- oder Unterperformance unter Rendite-/Risiko-Aspekten gibt, sondern die auch die Konsistenz dieser Über- oder Unterperformance bestimmt.

Die Reihenfolge der Fonds anhand dieser Kennzahl bestimmt auch die Zuordnung von Sternen: fünf Sterne für die Top-10%, vier bzw. drei Sterne für die jeweils darauf folgenden 20%, zwei Sterne bzw. ein Stern für die jeweils darauf folgenden 25%.

Das Webangebot von Standard & Poor's bietet umfangreiche Performancevergleiche und Möglichkeiten, seinen „Favoriten“ innerhalb einer Assetklasse zu selektieren. Als ergänzende Information kann auf ein „Fund Fact Sheet“ zurückgegriffen werden, das für jeden Fonds weitergehende Stammdaten sowie zusätzliche quantitative Auswertungen enthält.

Fazit: Standard & Poor's bietet mit seiner Datenbank einen umfassenden Überblick über den aktuellen Fondsmarkt. Auch beim Star Ranking fehlen qualitative Aspekte völlig, was durch ein zweites Angebot, dem S&P Rating (wird im Teil „Rating-Anbieter“ vorgestellt), kompensiert wird. Die Verwendung der gleichen Symbole und der gleichen Anzahl von Bewertungsklassen kann zu Verwirrung im Vergleich zu Morningstar führen, da sowohl die Berechnungsweise als auch vor allem die Einteilung der Klassen unterschiedlich sind (siehe auch „Vergleich der Ranking-Anbieter“). Gegenüber Morningstar ergibt sich der Nachteil, dass die Kosten nicht berücksichtigt werden.

Lipper

Am 12. März 2002 präsentierte Lipper auf einer Pressekonferenz sein ursprünglich bereits für Ende 2001 angekündigtes Angebot zum Fonds-Ranking. Mit einem gegenüber den Wettbewerbern differenzierten Angebot will einer der größten Fondsanalysten weltweit nun auch in Deutschland Fuß fassen. Auf der derzeit nur in Englisch verfügbaren Webseite verzichtet Lipper auf eine einzelne Kennzahl, sondern bietet gleich zwei Beurteilungsformen zur individuellen Selektion von Fonds an: die Kategorien heißen „Consistent Return“ und „Preservation“, wobei auch bei Lipper eine Performance über mindestens drei Jahre vorliegen muss.

a) Consistent Return

Hier werden Fonds selektiert, die eine dauerhafte Überrendite im Vergleich zu einer peer group aufweisen können. Über einen Zeitraum von drei Jahren werden für jeden Fonds alle monatlichen

Performanceergebnisse berechnet und die Überrendite gegenüber dem Durchschnitt der Vergleichsgruppe ermittelt. Nach der Rangreihenfolge der durchschnittlichen Überrendite in diesem Zeitraum werden die Fonds in insgesamt fünf Klassen einsortiert, die wie in der Schule mit „1“ bis „5“ bewertet werden, wobei „1“ die beste Klasse ist. Alle Klassen umfassen jeweils 20% der Vergleichsgruppe.

b) Preservation

In dieser Kategorie wird weniger die Rendite bzw. Performance als vielmehr das Risiko betrachtet. Hierzu wird - wieder über den Zeitraum von drei Jahren - die Bandbreite der Performanceergebnisse über rollierende Drei-Monats-Zeiträume ermittelt. Anschließend erfolgt die Berechnung der Rangreihenfolge auf der Basis der Differenz zwischen der maximalen und der minimalen Drei-Monats-Performance innerhalb der letzten 36 Monate. Die Einteilung in die Klassen „1“ bis „5“ entspricht der Bewertung des Consistent Return.

Mit dem Verzicht auf eine kombinierte Kennzahl will Lipper es dem Anleger ermöglichen, entweder besonders dauerhaft renditestarke oder aber renditestabile Fonds auszuwählen, je nach individueller Risikopräferenz. Zu beachten ist, dass sich die Größe der Beurteilungsklassen deutlich von den anderen Anbietern unterscheidet. So ist die Top-Klasse mit 20% doppelt so groß wie bei allen anderen Konkurrenten. Die Aussagekraft der Zuordnung in diese Klasse relativiert sich somit ganz erheblich.

Auch Lipper verwendet einen rein quantitativen Ansatz, der eine genaue Eingruppierung in Assetklassen vorsieht. Hier ist mit insgesamt 156 Klassen eine genügend große Auswahl vorgegeben. Die Regularien der Zuordnung und deren Kontrolle wurden von Lipper nicht publik gemacht.

Der Ansatz von Lipper unterscheidet sich durch die Zweiteilung der quantitativen Beurteilung von den anderen Ranking-Anbietern. Ob die Wahl der Bandbreite der Performance über einen Drei-Jahres-Zeitraum das „richtige“ Maß für eine Risikobetrachtung darstellt, ist sicher diskussionswürdig. In der über die Webseite zugänglichen Information zur Berechnung des Consistent Return ist allerdings ein Fehler enthalten: es wird die „Information Ratio“ als maßgebliche Kennzahl für die Zuordnung in die Beurteilungskategorien erwähnt, doch findet sowohl bei

Consistent Return wie bei Preservation keine Risikokennziffer Verwendung. Consistent Return verwendet lediglich die Performance-Differenz, ohne diese durch die Volatilitäts-Differenz zu teilen, was die eigentliche Information Ratio tut.

Eine qualitative Betrachtung findet bei Lipper nicht statt. Ähnlich dem Webangebot von Standard & Poor's ist die gesamte Fondsdatenbank von über 7000 Fonds öffentlich zugänglich. Die Suche nach einzelnen Fonds über die Wertpapierkennnummer (WKN) bzw. ISIN-Nummer fehlt allerdings.

Fazit: Der quantitative Ansatz von Lipper bereichert die Ranking-Angebote um eine Variante, die Rendite und Risiko nicht zu einer gemeinsamen Kennzahl verdichtet. Allerdings werden beide Kennzahlen ausschließlich über die Performance direkt gerechnet, die Volatilität beispielsweise findet keinerlei Verwendung. „Ausreißer“ in der Performance, aus welchen Gründen auch immer, können die Zuordnung gerade bei Preservation entscheidend verändern.

Interessant ist die Betrachtung eines „Gesamtscores“ aus der Summe von Consistent Return und Preservation. Laut Kapitalmarkttheorie muss in völlig effizienten Märkten das Risiko zunehmen, um eine höhere Performance zu erzielen. Ein „Gesamtscore“ sollte daher konstant sein: wird ein Fonds in puncto Performance in die beste Kategorie bei Consistent Return eingereiht (Note „1“), sollte er der Theorie nach beim Risiko (Preservation) in die schlechteste Kategorie fallen (Note „5“). Durchschnittliche Fonds würden in beiden Kategorien in die Klasse „3“ eingestuft werden. Eine Aussage über einen unter Risiko-/Rendite-Gesichtspunkten vorteilhaften oder unvorteilhaften Fonds sollte demnach auch getroffen werden können, wenn der „Gesamtscore“ als Summe der Einzelwerte deutlich von dem Wert „6“ abweicht. Hier könnte eine Brücke zu den anderen Anbietern geschlagen werden.

Vergleich der Ranking-Anbieter

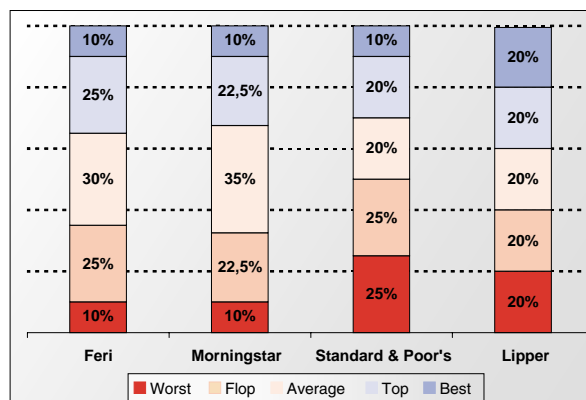
	Feri	Morningstar	Standard & Poor's	Lipper
Internet-Adresse: www.	feritrust.de	morningstarfonds.de	funds-sp.com	lipperleaders.com
quantitatives Ranking	ja	ja	ja	ja
Einteilung nach	Performance 70%, Risiko 30%	"Stutzer-Index" als Risiko-/Rendite- Kennzahl	Ø relative Performance / Volatilität der rel. Performance	1. konsistente Outperformance, 2. geringe Bandbreite der Performance
Zeitraum	fünf Jahre	drei Jahre	drei Jahre	drei Jahre
Rankingklassen und Grösse				
beste Klasse	"A", ca. 10%	☆☆☆☆☆, 10 %	☆☆☆☆☆, 10 %	"1", 20%
zweitbeste Klasse	"B", ca. 25%	☆☆☆☆, 22.5 %	☆☆☆☆, 20 %	"2", 20%
drittbeste Klasse	"C", ca. 30%	☆☆☆, 35 %	☆☆☆, 20 %	"3", 20%
viertbeste Klasse	"D", ca. 25%	☆☆, 22.5 %	☆☆, 25 %	"4", 20%
fünftbeste Klasse	"E", ca. 10%	☆, 10 %	☆, 25 %	"5", 20%
Anzahl der Asset-Kategorien	21	61	205	156
qualitatives Rating	nein	nein	ja	nein
Anzahl der beobachteten / gerateten Fonds	> 5000 / 1100	> 4500 / > 2200	6700 / 2600	> 7000 / 2000

Obwohl alle vier Anbieter eigentlich das Gleiche tun, sind die Ergebnisse untereinander nicht ohne weiteres vergleichbar (vgl. Christina Anastassiou, „Hilfe im Fonds-Dschungel“, http://www.sharper.de/sharperweb/fn/sharp/SH/0/sfn/buildsharp/page1/PAGE_50003/aktelem/DOCUMENT_50179/cn/cn_artikel_weekend/oaid/58809/index.html vom 6. Oktober 2001). Dafür sind die Berechnungsweisen und Betrachtungsansätze zu unterschiedlich. Hinzu kommen noch einige „technische“ Probleme:

- ◆ Die Aktualisierungstermine der auf der jeweiligen Webseite veröffentlichten Zahlen weichen stark voneinander ab. Bei einer am 11. März 2002 durchgeführten Stichprobe lagen Daten zu den folgenden Stichtagen vor: Feri Trust 31.12.2001, Morningstar 08.03.2002, Standard & Poor's 22.02.2002, Lipper 28.02.2002.
- ◆ Auch die unterschiedlichen Einteilungen der Beurteilungsklassen geben - wie bereits erwähnt - unterschiedliche Qualitäten der Einstufungen wieder (siehe Abbildung 3). Mindestens drei Sterne bedeuten bei Standard & Poor's, dass sich der Fonds in seiner Vergleichsgruppe in der oberen Hälfte, also mindestens im Durchschnitt, befindet. Die Aussage der Drei-Sterne-Bewertung bei Morningstar, der Klasse „C“ bei Feri Trust oder der Klasse „3“ bei Lipper lautet dagegen, dass sich der Fonds in einer - unterschiedlich großen - Bandbreite um den Durchschnitt der Vergleichsgruppe befindet. Eine Drei-Sterne-Bewertung nach Standard & Poor's ist somit höher zu bewerten als drei Sterne von Morningstar.
- ◆ Zusätzlich ist die Zuordnung von Fonds zu einzelnen Assetklassen nicht immer vergleichbar; so führt Morningstar beispielsweise keine Assetklasse „Aktien Deutschland“, sondern „Aktien Euroland“, unterteilt diese aber in Standardwerte, mittelgroße Werte und Small Caps, worauf wieder andere Anbieter verzichten. Die unterschiedliche Basis (Morningstar: Aktien Euroland / Standardwerte; Feri, S&P, Lipper: Aktien Deutschland / alle Segmente) verwässert die Aussagekraft der relativen Betrachtung der einzelnen Anbieter innerhalb einer Assetklasse im Vergleich zu den Mitbewerbern.

Abbildung 3

Vergleich der Größe der Beurteilungsklassen der Ranking-Anbieter



Die individuellen Beurteilungsansätze der verschiedenen Anbieter, die skizzierten „technischen“ Probleme beim Vergleich der Ergebnisse der Rankings untereinander sowie ganz allgemein die immer wieder bestätigte Erkenntnis, dass Vergangenheitsdaten nur begrenzt Aussagen über die Zukunft treffen können, lässt es nötig erscheinen, zusätzlich zu der quantitativen Analyse auch Aspekte der qualitativen Analyse in eine Investmententscheidung mit einfließen zu lassen. Die einzige Aussage, die man ohne Wenn und Aber aus einem Fonds-Ranking ziehen kann, ist diejenige, hinterher genau zu wissen, in welchen Fonds man vor einem Zeitraum X hätte investieren müssen, um erfolgreich Geld angelegt zu haben. Diese ex-post-Betrachtung hilft bei der Frage einer Neuanlage nur bedingt weiter. Die Aussagekraft für die zukünftige Wertentwicklung wird treffend durch den kleinen Vermerk gekennzeichnet, der jede dieser Listen zielt: „Die Performance der Vergangenheit stellt keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft dar“ (vgl. hierzu Anette Walker, „Entscheidungshilfe für den Fondskauf“, bankmagazin 4/02, S. 36 ff.).

Im zweiten Teil unserer Betrachtung der Fondsbeurteilungssysteme werden das Fonds-Rating und dessen Anbieter im Mittelpunkt stehen. Zusätzlich werden Möglichkeiten und Grenzen der Fondsbeurteilungssysteme betrachtet und zusammengefasst.

Verfasser: Christoph Kadner
Tel.: 069 / 50 60 6 - 143



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Grüneburgweg 102
60323 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29