

Hintergrund

Mai 2002

Ranking und Rating -
Allheilmittel für Fondsanleger?
Teil II

©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.

Teil II

Ranking und Rating - Allheilmittel für Fondsanleger?

- ◆ Das Fonds-Rating beurteilt die für die Performance verantwortlichen Bestandteile des Investmentprozesses (qualitative Beurteilung) und kann sich entweder auf den einzelnen Fonds oder die gesamte Investmentgesellschaft beziehen.
- ◆ Ein Rating erfolgt i.d.R. nur auf Antrag der betreffenden Investmentgesellschaft und gegen Honorar, was zu einer deutlich geringeren Anzahl der so bewerteten Fonds bzw. Investmentgesellschaften im Vergleich zum Fonds-Ranking führt.
- ◆ Die Ansätze der verschiedenen Anbieter von Rating-Systemen unterscheiden sich erheblich voneinander, so dass auch hier ein Vergleich der Analyseergebnisse sowie eine Beurteilung der einzelnen Systematiken nur sehr eingeschränkt möglich ist.
- ◆ Zur Beurteilung, ob ein Investmentfonds zu einer individuellen Anlagestrategie passt, gehören neben der quantitativen und der qualitativen Analyse noch eine Reihe weiterer Faktoren, die für die endgültige Auswahl eines Fonds mit einbezogen werden sollten.
- ◆ Beurteilungssysteme für Investmentfonds können im Rahmen einer systematischen Asset-Allocation wichtige Erkenntnisse für die Titelselektion liefern; "Allheilmittel" für das Problem, den individuell "besten" Fonds zu selektieren, sind diese Systeme sicherlich nicht.

Teil II

Ranking und Rating - Allheilmittel für Fondsanleger?

Im ersten Teil wurde das Fonds-Ranking als quantitative Analyse von Investmentfonds vorgestellt. Dieser zweite Teil stellt das Fonds-Rating als zusätzliche Möglichkeit der Beurteilung von Fonds mit einer Übersicht der Anbieter vor. Außerdem werden Grenzen und Möglichkeiten der Beurteilungssysteme diskutiert. Eine Zusammenfassung beider Teile schließt die vorliegende Publikation ab.

Fonds-Rating

Das Rating soll ergänzend zum Ranking zusätzliche Informationen zur Verfügung stellen, die überwiegend qualitativer Natur sind. Die rein vergangenheitsbezogene Betrachtung soll, wenn nicht ersetzt, so doch zumindest erweitert werden, um eine zukunftsgerichtete Beurteilung (engl.: to rate = einschätzen, beurteilen) zu ermöglichen (vgl. Oliver Everling, "Leistungsnoten für Asset Manager", Die Bank 10/2001, S. 730 ff.).

Es liegt nahe, den Rating-Begriff aus der Beurteilung von Anleihen auf Investmentfonds zu übertragen. Das Rating einer Anleihe, ermittelt durch große Rating-Agenturen wie Moody's oder Standard & Poor's, spiegelt die Einschätzung wider, mit welcher Wahrscheinlichkeit ein Unternehmen den Zahlungsverpflichtungen aus der Anleihe nachkommen können. Je schlechter diese Einschätzung, desto höher die Rendite von Anleihen dieses Unternehmens, da die Anleger eine Risikoprämie fordern. Je nach Ausgestaltung der einzelnen Anleiheemission können sich unterschiedliche Beurteilungen für den gleichen Emittenten ergeben. Bei der großen Bandbreite möglicher Ausgestaltungen eines Investmentfonds scheint es sinnvoll zu sein, einer Beurteilung des einzelnen Fonds den Vorrang gegenüber der Bewertung der gesamten Investmentgesellschaft zu geben.

Bei der Übertragung des Rating-Konzepts auf Investmentfonds ist die Zielsetzung eingeschränkt vergleichbar: es soll die bereits aufgeworfene Frage beantwortet werden, wie die "zukünftige Zahlungsverpflichtung" im Sinne einer zufriedenstellenden, die Erwartungen erfüllende Wertentwicklung beurteilt wird. Hier kann es in der Hauptsache nur um die Positionierung eines Fonds im Wettbewerb gehen; eine Art Garantie für eine "zukünftige Zahlungsverpflichtung", z. B. in Form eines absoluten Mindestertrags, ist aus einem Fonds-Rating nicht abzuleiten.

Die Bandbreite der qualitativen Beurteilung von Fonds unter der erwähnten Zielsetzung einer besseren Beurteilung zukünftiger Performance ist sehr groß. Sie reicht von dem Ansatz, dass eine genauere Aufschlüsselung der vergangenen Performance Rückschlüsse auf die zu erwartende Performance zulassen soll, bis hin zu der Auffassung, dass ein Rating-System Parameter erfassen muss, die nicht ohne weiteres aus den allgemein verfügbaren Marktdaten ersichtlich sind. Allerdings werden auch reine Ranking-Methoden vielfach als "Rating" verkauft. Also: nicht überall, wo Rating draufsteht, ist auch wirklich Rating - im Sinne einer qualitativen Beurteilung eines Fonds - drin.

Wie schon beim Fonds-Ranking gibt es beim Fonds-Rating deutliche Unterschiede in der Systematik des Beurteilungsprozesses. Auch die verwendeten Beurteilungskürzel unterscheiden sich voneinander, wobei Moody's zur Unterscheidung von ihren "klassischen" Unternehmens-Ratings sogar auf das bewährte Schema der Buchstabenkürzel verzichtet. Auch die Abgrenzung zwischen verschiedenen Gütekategorien fällt von Gesellschaft zu Gesellschaft unterschiedlich aus. Dem interessierten Anleger ist daher dringend anzuraten, Beurteilungen verschiedener Anbieter einzuholen und idealerweise auch über die grundsätzlichen Unterschiede

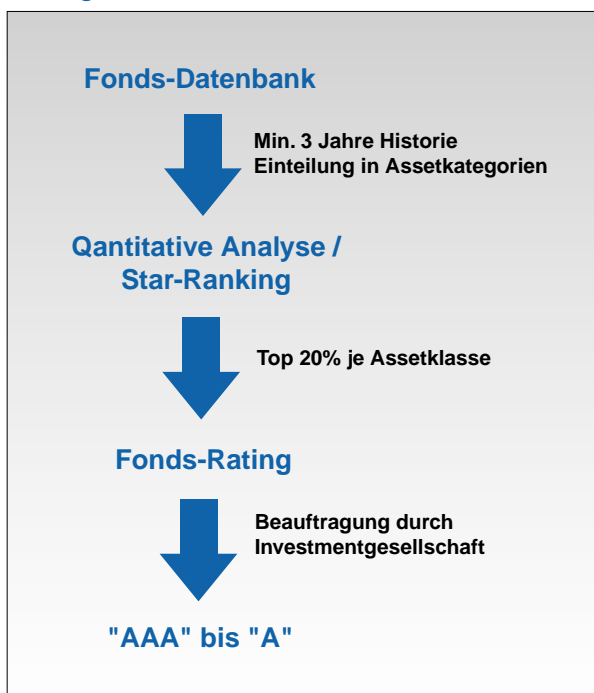
in den Ansätzen und Beurteilungen informiert zu sein, um keine falschen Schlüsse zu ziehen und somit falsche Anlageentscheidungen zu treffen.

Rating-Anbieter

Standard & Poor's

Neben dem Star Ranking bietet Standard & Poor's zusätzlich ein Fonds-Rating an. Zu diesem Vorgang finden nur die Top-20% einer Anlagekategorie Zugang, um die Vorauswahl aufgrund der Star Rankings mit einem qualitativen Eindruck zu unterlegen. Die Beurteilung erfolgt nur auf Antrag der Investmentgesellschaft. Die Manager und Gesellschaften, die in die Vorauswahl kommen und Standard & Poor's mit einer Rating-Beurteilung beauftragen, werden ausgiebig interviewt; hierbei werden vor allem der Investmentprozess und die Organisation der Kapitalanlagegesellschaft sowie die Erfahrung und Einstellung des Portfoliomanagers beurteilt. Zusätzlich werden die absolute und die relative Performance über einen Dreijahreszeitraum in die Bewertung eingebracht. Die Ergebnisse der Interviews (60% Gewichtung) sowie die Performanceergebnisse (40%) werden einem Senior Analyst Committee vorgelegt, das über die Zuteilung der Rating-Noten "AAA" bis "A" entscheidet.

Abbildung 1:
Rating-Prozess bei Standard & Poor's



Die Ratingbeurteilung erfolgt nicht für die Investmentgesellschaft als Ganzes, sondern nur für den einzelnen Fonds. Verschiedene Fonds der gleichen Gesellschaft können somit unterschiedliche Ratingbeurteilungen erfahren, was durch die Unterschiedlichkeit der Managementansätze je nach Assetklasse und Investmentstil durchaus sinnvoll sein kann. Bisher wurden ca. 750 Fonds geratet. Ein verkürzter Ratingbericht ist über die Webseite abrufbar.

Der Ansatz von Standard & Poor's ist keine rein qualitative Beurteilung, da die Performance in das Endergebnis mit einfließt. Für die Systematik von Standard & Poor's bedeutet das Rating eine wichtige Ergänzung; laut Firmenphilosophie stellt jeder Fonds, der die Vorauswahl überstanden hat und mit einem S&P-Rating versehen wurde, einen Fonds mit herausragender Qualität dar; jeder Fonds, der weder ein Rating noch die Star Ranking-Beurteilung aufweisen kann, ist demnach ein Fonds unbekannter Qualität.

Fazit: Das Angebot von Standard & Poor's repräsentiert einen Übergang vom Fonds-Ranking zum Fonds-Rating. Das Rating basiert auf der Star Ranking-Beurteilung und ergänzt diese in sinnvoller Weise. Die Bezeichnung der Ratingnoten mit "AAA" bis "A" überträgt die vom Unternehmensrating aus dem gleichen Hause bekannte Nomenklatur und spiegelt auch die Vorauswahl wider: da nur die nach der Performance besten 20% für ein Rating überhaupt in Frage kommen, ist es logisch, dass kein schlechteres Rating als "A" vergeben wird.

RCP

Die internationale Gesellschaft RCP & Partners verfolgt einen anderen Schwerpunkt: für sie kommt ausschließlich die qualitative Analyse in Form des "Fiduciary Rating" (engl.: Beurteilung des Treuhänders) zum Tragen. Hierbei wird nicht ein einzelner Fonds, sondern die Kapitalanlagegesellschaft im Hinblick auf Investmentprozesse, Risikomanagement, Vermeidung von Interessenkonflikten, Finanzstärke, Controlling, Kundenservice und Managementstrategie überprüft. Beim Fiduciary Rating handelt es sich um "die Messung der Risiken, welche durch unzureichende Wahrnehmung der treuhänderischen Pflichten durch den Asset Manager

entstehen und zu Performanceverlusten führen können (...) Ziel ist die Beantwortung der Frage, ob die Investmentgesellschaft die in sie gesetzten Erwartungen künftig wohl erfüllen kann" (Broschüre "Fiduciary Rating" von RCP, Seite 2).

Die Gesamtbeurteilung wird in zwei Parametern dargestellt; einerseits das "Business Rating", welches das strukturelle Risiko anhand von Kriterien wie Finanzkraft, Management, Back Office, Risikomanagement, Kundenbeziehung, Controlling und Organisationsstruktur erfasst, andererseits das "Investment Rating", das den Investmentprozess mit allen Bereichen wie Research, Personal, Performance und Kundenbasis abbildet. Für beide Parameter werden separate Ratings vergeben. Das Business Rating kann Werte zwischen "AAA" und "B1" annehmen, das Investment Rating Werte zwischen 1 und 10. Eine Feineinteilung kann mit dem Zusatz von "+" und "-" vorgenommen werden. Die Grobeinteilung in die in Abbildung 2 angegebenen Klassen spiegelt die Einschätzung von RCP wider, ob die fiduziarischen Risiken für einen institutionellen Anleger tragbar (Klasse "Institutionell") oder zu groß sind (Klasse "Sub-Institutionell"). Als zusätzliche Information wird ein Zukunftsausblick in Form einer 12-Monats-Risikoprognose gegeben, welche die Wahrscheinlichkeit einer möglichen Veränderung der Einstufung in den nächsten zwölf Monaten angibt.

Für neue oder neu auf dem deutschen Markt tätige Fondsgesellschaften stellt das "Fiduciary Rating" eine interessante Möglichkeit dar, die Qualität des eigenen Ansatzes auch ohne eine lange Performancehistorie darzustellen. Dem Problem der fehlenden Kategorisierung der Anlageklassen wird durch die Einschränkung des Ratings auf eine recht breit definierte Anlageklasse begegnet.

Der Ratingprozess wird von der Fondsgesellschaft in Auftrag gegeben. Diese müssen für das Rating ein Honorar bezahlen, was einer breiten Akzeptanz bisher nicht zuträglich war. Die Fondsgesellschaft kann wählen, ob die Ratingergebnisse auch veröffentlicht oder zunächst nur für interne Zwecke verwendet werden sollen. In der noch recht kurzen Liste der bisher gerateten Gesellschaften, deren Ergebnisse auch veröffentlicht wurden (insgesamt 17 KAGs), finden sich daher vorwiegend kleinere Gesellschaften, die ihre Reputation erst aufbauen müssen. Die veröffentlichten Gesamtergebnisse sind für Anleger frei zugänglich. Als erster großer Name wurde die dresdnerbank investment management (dbi) vor kurzem geratet (Ingo Narat, "Geldverwalter auf dem Prüfstand", Handelsblatt vom 7. Dezember 2001, S. 40).

Abbildung 2: Die RCP-Ratingskala

Business Rating	Kategorie	Investment Rating	Klasse
AAA AA1	Exzellent	1	Institutionell
		2	
AA2 A1	Sehr gut	3	
		4	
A2 A3	Gut	5	
		6	
BBB BB1	Durchschnittlich	7	Sub-Institutionell
		8	
BB2 B1	Nicht befriedigend	9	
		10	

Fazit: Das “Fiduciary Rating” entspricht einer eng gefassten Definition von “Rating”. Es ergänzt insofern die quantitativen und auch qualitativen Einschätzungen anderer Anbieter, die jeweils den einzelnen Fonds betreffen. Ein unmittelbarer Zusammenhang zur zukünftigen Performance in einer ganz bestimmten Anlagekategorie kann allerdings nicht gezogen werden; das “Fiduciary Rating” verringert jedoch zumindest die Gefahr, zu große organisatorische oder technische Risiken einzugehen. Die unabhängige Bestätigung, dass die Fondsgesellschaft organisatorisch-konzeptionell ordentlich aufgestellt ist, könnte für manchen Anleger den Ausschlag zu Gunsten eines Fonds dieser bestimmten Gesellschaft geben. Außerdem kann das “Fiduciary Rating” gerade auch für institutionelle Investoren eine wertvolle Zusatzinformation sein.

Fitch AMR

Wie RCP bietet auch Fitch AMR ein Asset Management Rating vor allem für institutionelle Kunden an. Im Mittelpunkt steht auch hier die Frage, ob die Art der Aufbau- und Ablauforganisation zur Erfüllung der Ansprüche institutioneller Kunden dienlich ist.

Ein Rating kann in mehreren Kategorien ausgesprochen werden. Die wichtigste Kategorie ist das sogenannte “intrinsische Rating”, das die Sicherheitsfrage der zu beurteilenden Organisation behandelt. Hier werden 160 Fragen in fünf Kategorien gestellt:

1. Struktur: Lebensfähigkeit, Bandbreite der Aktivität, Ausstattung sachlicher und personeller Art, Fähigkeit zur Weiterentwicklung und zur Expansion
2. Unabhängigkeit: Autonomie, Ethik
3. Kundenkommunikation: Pflege der Customer Relation, Reporting, Transparenz, Periodizität
4. Investmentprozess: Klarheit, Implementierung, Effizienzkontrolle, Berücksichtigung von Anlagebeschränkungen, Risikoüberwachung
5. Risikomanagement: interne Überwachung, Beziehung zu externen Geschäftspartnern, Transaktionskontrolle, Berücksichtigung von Kundenvorgaben / Risikoindikatoren

Am Ende des Ratingprozesses steht eine Einstufung in sechs Ratingkategorien von “aaa” bis “b”, die durch die Vorzeichen “+” und “-” noch feiner unterteilt werden können. Die beurteilte Gesellschaft wird in das Kontroll- und Überwachungssystem von Fitch AMR aufgenommen, so dass neue Daten und Veränderungen sofort auf ihre Relevanz auf das Rating überprüft werden können. Dies könnte zu einer Neuaufnahme des Ratingprozesses führen. Auch Fitch bietet an, die Ratings, die durch einen Auftrag seitens einer Investmentgesellschaft angestoßen werden, nicht zu veröffentlichen. Somit kann eine Investmentgesellschaft ein für sie unvorteilhaftes Rating-Ergebnis zunächst dazu benutzen, ihre Prozesse und Strukturen zu überarbeiten und zu verbessern, bevor nach einer neuerlichen Beurteilung das - nun hoffentlich deutlich bessere Rating - veröffentlicht wird. Derzeit sind 20 Gesellschaften mit einem intrinsischen Rating auf der Webseite von Fitch AMR veröffentlicht, darunter Deutsche Asset Management und Metzler Asset Management als bislang einzige deutsche Vertreter.

Bei den Ansätzen von RCP und Fitch AMR muss beachtet werden, dass die Investmentgesellschaft als Ganzes beurteilt wird. Es findet also eine Art “Durchschnittsbetrachtung” statt. In einzelnen Anlagekategorien ist es möglich, dass die Beurteilung anders ausfällt. Ein gutes Rating der Gesellschaft als solches kann keine Garantie für eine überdurchschnittliche Performance eines einzelnen Fonds liefern.

Fazit: Die Ansätze von Fitch AMR und RCP sind sich in ihrer Ausrichtung ähnlich; sowohl das Fiduciary Rating von RMC als auch das intrinsische Rating von Fitch AMR konzentrieren sich auf das organisatorische Risiko einer Investmentgesellschaft. Interessanterweise gibt es bei den veröffentlichten Ratings bisher keine Überschneidungen; bei bisher 17 (RCP) bzw. 20 (Fitch) veröffentlichten Ratings ist der Weg zu einem transparenten Marktüberblick für Anleger trotzdem noch weit. Auch ist bei beiden Anbietern zu hinterfragen, ob der überall in gleicher Weise praktizierte Beurteilungsansatz zu wenig auf lokale Gegebenheiten eingeht und somit die Ratingbeurteilung an Aussagekraft verlieren könnte. Beispielhaft sei an dieser Stelle das Reporting erwähnt, das in unterschiedlichen Ländern unterschiedlichen Anforderungen z. B. gesetzlicher Natur genügen muss. Verwendet eine Investment-

gesellschaft weltweit ein einheitliches, standardisiertes Reportingsystem, kann dies zwar positiv in die Ratingbeurteilung einfließen, birgt aber die Gefahr, dass lokale Anforderungen der Kunden nicht oder nur unzureichend bedient werden können.

Sauren Fonds-Research AG

Innerhalb der Sauren Financial Group, die Dienstleistungen rund um das Thema "Investmentfonds" sowohl für institutionelle als auch für private Investoren anbietet, betreibt die Sauren Fonds-Research AG Analysen von Investmentfonds und Fondsmanagern, die nicht zuletzt den eigenen Dachfonds zu Gute kommen, aber auch anderen Banken und Finanzdienstleistern zur Verfügung gestellt werden.

Als vergleichsweise junge Form eines Beurteilungssystems betrachtet Sauren beim Rating nicht den einzelnen Fonds oder die Investmentgesellschaft, sondern ratet den Fondsmanager, da dieser letzten Endes für die Performance verantwortlich ist. Dieser rein qualitative Ansatz bietet den Vorteil, dass auch bei der Neuauflage eines Fonds dessen Performanceaussichten auf Grund der Historie des Managers beurteilt werden können; eine lange Fonds-Historie ist nicht nötig.

Die Analyse erfolgt über ein ausführliches Interview mit dem Fondsmanager, zu dessen Vorbereitung die Fonds dieses Managers einer genauen Betrachtung unterzogen werden (vgl. auch Ingo Narat, "Schulnoten für den Fondsmanager", Handelsblatt vom 24. Januar 2002). Die Manager werden mit ein bis drei "Goldmedaillen" für ihre Leistung ausgezeichnet, wobei zwar nicht der Name des Fonds, aber doch die Assetkategorie, in welcher der Manager seine Performance erzielt hatte, angegeben wird. Das allgemeine Rating ist auf der Webseite frei zugänglich; ein einzelnes, detailliertes Manager-Rating kann gegen eine Schutzgebühr bestellt werden.

Der im Vergleich ungewöhnliche Ansatz von Sauren weist auch Nachteile auf. Es lässt sich trefflich darüber streiten, wie weit die Performance durch einen Einzelnen erzielt wird oder doch hauptsächlich das Ergebnis eines stringenten und konsistenten Investment-Prozesses ist. In einigen Bereichen hat der "Starkult" um Fondsmanager, gerade am

Neuen Markt, seltsame Blüten getrieben, so dass eine Weiterentwicklung und Pflege dieses Kults zumindest kritisch hinterfragt werden muss. Auch ist die Objektivität des Ratingverfahrens nicht automatisch gegeben; vielmehr werden in Interview und Auswertung fast zwangsläufig viele subjektive Kriterien eingehen.

Fazit: Dem Ansatz von Sauren muss eine andere Zielrichtung unterstellt werden. Bemühen sich objektivierte, quantitative wie qualitative Analyse-Verfahren vielfach hauptsächlich darum, die Gefahr, einen Underperformer zu wählen, zu minimieren, versucht das Fondsmanager-Rating von Sauren, gezielt die (potenziellen) Outperformer der Zukunft zu selektieren. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass außergewöhnliche Performanceergebnisse vielfach mit der Person des Fondsmanagers zusammenhängen. Ob ein Rating-Verfahren diesen Zusammenhang dauerhaft herausfiltern können, muss die Zukunft noch zeigen, da es auch genügend Negativ-Beispiele gibt, in denen Fondsmanager, die über einen gewissen Zeitraum eine hervorragende Performance aufweisen konnten, bei einem Trendwechsel am Markt auch beispiellose Negativergebnisse fabrizierten. Als zusätzliche Informationsquelle, die den vielfach nicht beachteten Faktor "Mensch" mit ins Kalkül zieht, ist das Manager-Rating aber sicherlich eine interessante zusätzliche Informationsquelle, die über das Internet zumindest in einer Kurzfassung auch öffentlich zugänglich ist.

Weitere Anbieter

In Zeitungsartikeln oder Fachpublikationen werden noch weitere Namen und Anbieter von Beurteilungssystemen angegeben. Neben als "Eigenproduktionen" propagierten Ranking-Tabellen verschiedener Printmedien, die üblicherweise von einem der vorgestellten Ranking-Anbietern produziert werden, finden sich weitere Konzepte, die vorwiegend für institutionelle Anleger gedacht sind und deren Ergebnisse nicht ohne weiteres veröffentlicht werden. So verwendet die Firma Fonds-Consult ihre Researchergebnisse ausschließlich für ihre eigene private (Dachfonds, Fondsvermögensverwaltung) und institutionelle Kundschaft. Der Firma Südprojekt, in Ratingvergleichen immer wieder erwähnt, war es bisher nicht möglich, Kon-

zept und Ergebnisse auf einer lange angekündigten Webseite zu veröffentlichen; unter www.fundcontrol.de erwartet den Interessenten die Nachricht "Hier entsteht eine neue Internetpräsenz". Anbieter wie die Firmen *firstfive* oder *managerselection.com* greifen die Idee des Fonds-Rankings bzw. -Ratings auf und wenden sie für Vermögensverwaltungen (*firstfive*) oder Spezialfonds (*managerselection.com*) an. Auch die Firma *Moody's* entwickelte einen Ansatz für ein "Management Quality Rating" (MQR), der aber gleichfalls nicht öffentlich zugänglich ist und deswegen hier nicht weiter vorgestellt wird.

Auch in Zukunft ist damit zu rechnen, dass neue Anbieter in den Markt eintreten, die Beurteilungssysteme für Investmentfonds anbieten werden. Vieles wird auf den vorgestellten Modellen basieren oder diese weiterentwickeln. Speziell am deutschen Markt sollten sich einige wenige Anbieter durchsetzen können, um zumindest in Ansätzen eine Art Marktstandard zu schaffen. Die vorgestellten, teils über Jahre etablierten Anbieter haben dafür gute Chancen. Entscheidend für die Akzeptanz der jeweiligen Beurteilung wird deren Transparenz, Relevanz und Verfügbarkeit sein. Ein privater Anleger, der über einen unabhängigen Fondsvertrieb Investmentfonds kaufen möchte, wird der Empfehlung seines Beraters gegenüber deutlich aufgeschlossener sein, wenn er das System bzw. den Anbieter bereits kennt, als wenn der Berater das System eines Anbieters verwendet, das dem Anleger völlig unbekannt ist. Hier sollten die Anbieter von Beurteilungssystemen speziell für institutionelle Anleger wie z. B. Finanzintermediäre überlegen, ob ein öffentlicher Zugang ihrer Beurteilungen gegenüber dem privaten Anleger vorteilhaft sein könnte.

Fondsbeurteilungssysteme - Möglichkeiten und Grenzen

Jede Beurteilung hat ihre Grenzen; zu viele, für die individuelle Anlageentscheidung möglicherweise relevante Parameter werden von den Beurteilungen nur unzureichend erfasst oder müssten separat zur Investmententscheidung mit herangezogen werden, um in ein standardisiertes Bewertungsverfahren einfließen zu können.

Beispielhaft sei an dieser Stelle nur die individuelle steuerliche Situation der einzelnen Anleger erwähnt, die erheblichen Einfluss auf die Investmententscheidung hat. Ein Patentzept, den ultimativ besten Fonds für jeden einzelnen Anleger ohne besondere Berücksichtigung der individuellen Anlegersituation selektieren zu können, ist vor diesem Hintergrund utopisch.

Im Konzept der Asset-Allocation, die einen strukturierten Investmententscheidungsprozess darstellt, kann das Fonds-Ranking im Zusammenhang mit dem Fonds-Rating eine Hilfestellung geben; diesen Prozess ersetzen kann es jedoch nicht

(vgl. "Wege durch den Dschungel", www.n-tv.de/2267311.html vom 23. Oktober 2001).

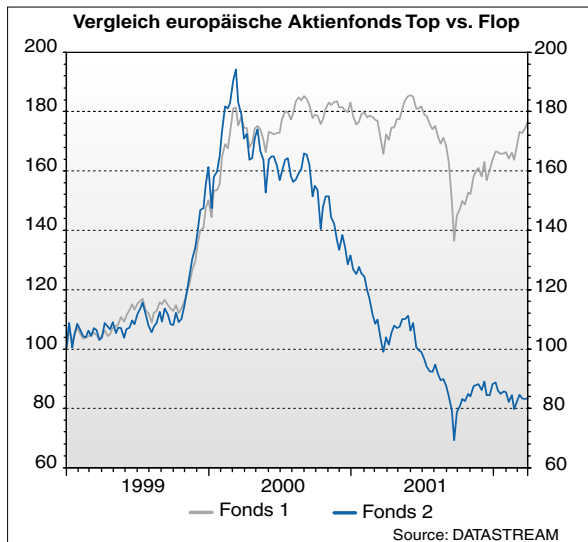
Ein Investmententscheidungsprozess, der Fondsbeurteilungssysteme mit einbezieht, könnte beispielsweise wie folgt aussehen:

Strategische Asset-Allocation

- ⇒ In welche Asset-Klassen bin ich bereit, zu investieren?
- ⇒ Welche Länder bzw. Regionen müssen / sollen / können / dürfen vorkommen?
- ⇒ Wie viel Risiko kann und möchte ich tragen?
- ⇒ Wie sollte meine Asset-Verteilung (z.B. Aktienquote) aussehen?
- ⇒ Bin ich bereit, ein Währungsrisiko einzugehen?

Es wäre ein Fehler, die Asset-Allocation an dieser Stelle abzubrechen und wahllos einen oder mehrere Fonds aus den entsprechenden Assetklassen zu kaufen. Zu groß sind die Unterschiede bei Fonds auch innerhalb einer Assetklasse, als dass der nächste Schritt der konkreten Fondsauswahl eher beiläufig erfolgen könnte. Abbildung 3 zeigt die Wertentwicklung zweier Fonds aus der Assetklasse "Aktien Europa"; konnte Fonds 1 das Niveau seit dem Platzen der Spekulationsblase schon fast wieder erreichen, musste Fonds 2 seitdem einen Rückgang von fast 60 Prozent hinnehmen. Seit Anfang 1999 ergibt sich für Fonds 1 ein Wertzuwachs von über 70%, für Fonds 2 dagegen ein Verlust von ca. 20%. Die beiden Fonds wurden aus der Kategorie "Aktien Europa" der Standard & Poor's-Datenbank ausgewählt.

Abbildung 3: Fonds Aktien Europa



An dieser Stelle der konkreten Fondsauswahl können Beurteilungssysteme für Investmentfonds wertvolle Dienste leisten, um zumindest die Gefahr eines Fehlgriffs zu verringern. Die folgenden Fragen und Aspekte sollten Berücksichtigung finden:

Taktische Asset-Allocation / Fonds-Beurteilung

- ⇒ Wir wird die Performance des in Frage kommenden Fonds bei den verschiedenen Anbietern beurteilt?
- ⇒ Wie schneidet der Fonds zusätzlich unter Risikoaspekten ab?
- ⇒ Ist die Performance über verschiedene Zeiträume stabil?
- ⇒ Gibt es für die Fonds auch ein qualitatives Rating? Wie fällt dieses aus?

Die Gefahr einer Fehlentscheidung bei der taktischen Asset-Allocation ist damit aber noch nicht ausgeräumt. Um die Möglichkeit einer falschen Investmententscheidung weiter zu verringern, sollten die folgenden zusätzlichen Schritte beim Fondsvergleich unternommen werden:

Taktische Asset-Allocation / Zusatz-Informationen

- ⇒ Ist der Fonds innerhalb seiner Assetklasse noch weiter spezialisiert, z. B. nach Investmentstil?
- ⇒ Wie lange existiert der Fonds bereits?
- ⇒ Wie lange ist der derzeitige Manager bereits für die Performance des Fonds verantwortlich?
- ⇒ Welches Volumen hat der Fonds?
- ⇒ Ist das Fondsvermögen ausreichend diversifiziert?
- ⇒ In welcher Währung ist der Fonds denominated? In welchen Währungen darf der Fonds anlegen?
- ⇒ Gab es in den letzten Jahren strukturelle Änderungen (Managerwechsel, Veränderung der Anlagerichtlinien)?
- ⇒ Über welche Vertriebswege ist der Fonds erhältlich? Ist auch ein jederzeitiger schneller Verkauf ohne weiteres möglich?
- ⇒ Wie sieht die Gebührenstruktur des Fonds aus (Ausgabeaufschlag / Verwaltungsvergütung)?
- ⇒ Gibt es eine Mindestanlagesumme?
- ⇒ Ist der Anbieter der Fondsbeurteilung hinreichend objektiv? Geht in den Vergleich eine genügend große Anzahl von Fonds ein?

Beispiel Fondsvolumen: hier kann keine generelle Empfehlung gegeben werden, wann ein Fonds "zu groß" oder "zu klein" ist. Generell gilt: vom hochgradig spezialisierten Aktienfonds (nur ein Marktsegment / eine Branche, nur ein Land; z.B. Small Caps Deutschland) bis hin zum weltweit in einer Vielzahl von Märkten und Segmenten anlegenden Rentenfonds nimmt die Bedeutung einer Mindestgröße zu und die Bedeutung einer Maximalgröße ab. Im erstgenannten Fall wird ein zu großer Fonds Schwierigkeiten haben, geeignete Investments zu finden bzw. seine Transaktionen ohne allzu große Auswirkungen auf die Märkte abwickeln zu können; im letztgenannten Fall wird ein zu kleiner Fonds eine erwünschte, breite Diversifikation entweder gar nicht oder nur zu erhöhten Kosten (was sich in der Performance auswirkt) realisieren können. Die beiden genannten Extreme verdeutlichen, dass die Beurteilung der "richtigen" Fondsgröße vom Volumen des auf Grund der Anlagestrategie abzubildenden Marktsegments abhängig gemacht werden sollte.

Die zusätzlichen Fragen deuten an, dass ein Investmentprozess für Investmentfonds aufwändiger ist, als es die Promotoren für Fonds-Ratings erahnen lassen. Die Anlage in Investmentfonds ist gegenüber der Anlage in einzelnen Wertpapieren aber vor allem in zwei Bereichen vereinfacht:

a) der Erfordernis, in eine hinreichend große Anzahl von Einzelwerten zu investieren, steht der Möglichkeit gegenüber, in nur einen oder nur einige wenige Investmentfonds investieren zu müssen, um eine mindestens vergleichbare, wenn nicht sogar deutlich bessere Risikostreuung zu erreichen;

b) die Performance- und Risikokontrolle ist durch die bessere Diversifikation deutlich langfristiger ausgelegt als bei der Einzelanlage - im Gegensatz zu vielen Aktien muss ein Investmentfonds nicht täglich beobachtet werden, eine Anpassung des individuellen Portfolios ist deutlich seltener erforderlich.

Um bei "Spezialthemen" der Geldanlage frühzeitig einsteigen zu können, sind Beurteilungssysteme in der Regel schlecht geeignet. Die einzelnen Anbieter erfordern eine gewisse zeitliche Mindestexistenz der begutachteten Investmentfonds; Fonds, die in neue Assetklassen oder Spezialthemen investieren (z. B. Branchenfonds, Neuer Markt, Wandelanleihen, Private Equity, etc.), fallen üblicherweise durch das Beurteilungsraster der Ranking- und Rating-Anbieter. Wie die letzten Jahre gezeigt haben, können diese Spezialthemen - gerade durch die fehlende Historie - zu hoch spekulativen Investments führen, die wegen ihrer vielfältigen Risiken eine besonders gründliche Prüfung hinsichtlich ihrer Eignung für die individuelle Asset-Allocation erfahren sollten. Für diese Anlagen eignet sich die vergleichende Betrachtung nur sehr eingeschränkt, so sie denn aus den genannten Gründen überhaupt möglich ist.

Eigene Problematik der "Rennlisten"

Studien haben festgestellt, dass in den USA gerade die Fonds, die über eine gewisse Zeit an der Spitze verschiedener quantitativer Beurteilungen gestanden haben, in der Folgezeit nur bestenfalls durchschnittliche Ergebnisse erwirtschaften konnten. Dies wird darauf zurückgeführt, dass die top-gerateten Fonds in der Folgezeit starke Mittelzuflüsse erhalten, die in der Regel nur sukzessive wieder angelegt werden können bzw. bei Zufluss angelegt werden müssen, ohne auf günstige Einstiegsmöglichkeiten warten zu können bzw. zu dürfen, was sich negativ auf die Performance auswirken kann.

Diese Problematik sollte aber nicht dazu führen, streng "antizyklisch" zu handeln und sein Augenmerk gerade auf die Verlierer der jeweiligen "Rennlisten" zu setzen, was von manchem Finanzjournalisten ernsthaft propagiert wird

(vgl. Ulrich Stockheim, "Wie aus Siegern Verlierer werden", <http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,178200,00.html>).

Die Performance von Investmentfonds ist eben nicht nur von zyklischen Schwankungen der Märkte abhängig, sondern auch und vor allem das Ergebnis eines strukturierten Investmentprozesses und den Fähigkeiten eines Investmentteams und eines Fondsmanagers. Fonds, die sich dauerhaft über verschiedene Periodenbetrachtungen im oberen Teil der entsprechenden Vergleichstabelle befinden, sollten den Vorzug gegenüber Fonds mit stark schwankenden Resultaten erhalten. Die Assetklasse "Aktien Deutschland" bietet hierfür Beispiele: die Fonds, die konsequent auf "Wachstum" gesetzt haben (am besten noch mit einem hohen Exposure am Neuen Markt), waren die Überflieger der ausklingenden 90er Jahre. Mit dem Platzen der Spekulationsblase ab März 2000 fanden sich diese Fonds genauso schnell am Ende der quantitativen Vergleiche über kürzere Zeiträume wieder. Fonds mit einem ausgewogenen Investitionsverhältnis von "Wachstum" und "Substanz" waren niemals ganz oben in dem Ranking zu finden - ein guter Fonds sollte es aber geschafft haben, über die Zeiträume eine gleichmäßig gute Wertentwicklung oberhalb des Durchschnitts der gesamten Vergleichsgruppe zu erzielen.

Internet-Adressen der vorgestellten Gesellschaften

Feri-Trust	www.feritrust.de
Lipper	www.lipperleaders.com
Morningstar	www.morningstarfonds.de
Standard & Poor's	www.funds-sp.com
RCP	www.rcp-partners.de
Fitch AMR	www.amratings.com
Sauren Fonds Research	www.sauren.info

Zusammenfassung

Die Unterschiedlichkeit der einzelnen Ansätze lässt keinen eindeutigen "Sieger" einer vergleichenden Betrachtung zu. Jeder der vorgestellten Ranking- und Rating-Anbieter hat seine Stärken und Schwächen. Grundsätzlich zu unterscheiden ist zwischen den quantitativen und den qualitativen Beurteilungsmethoden, die aber nicht immer korrekt mit "Ranking" oder "Rating" bezeichnet werden. Auf Grund der unterschiedlichen Bewertungsansätze sowie der subjektiven Einflussnahme auf das Gesamtergebnis vor allem beim Rating (Auswahl der Fragen, Gewichtung und Bewertung der Antworten, persönlicher Eindruck), aber auch beim Ranking (Gewichtung Performance / Risiko, Auswahl der relevanten Parameter) ist auch ein Vergleich der Bewertungsmethoden untereinander kaum möglich. In der Praxis wird es sinnvoll sein, Aspekte von beiden Formen von Beurteilungssystemen in seine eigene Beurteilung einfließen zu lassen. Wiewohl es nicht ausreicht, sich nur auf die Performance in der Vergangenheit zu verlassen, spielt diese doch eine wichtige Rolle, wenn sie durch weitere quantitative Analysen, insbesondere der Betrachtung des Risikos, bestätigt wird. Genau so ist eine alleinige Betrachtung der Qualität der Investmentgesellschaft als Ganzes nicht ausreichend, da sie einen Mittelwert darstellt und keine Gewährleistung liefern kann, ob in der betrachteten Assetklasse nicht ein organisatorisches Problem vorliegt, das die Performance der nächsten Jahre negativ beeinflussen könnte.

Auch im Spezialfondsbereich oder in der Vermögensverwaltung gibt es bereits einige Anbieter, die Performancezahlen sammeln und veröffentlichen. Zwar werden diese Märkte damit bei weitem nicht abgedeckt, doch geht die Tendenz eindeutig zu einer größeren Transparenz auch in diesen Segmenten.

Diese wird einerseits von den privaten und institutionellen Anlegern gefordert, andererseits von den Investmentgesellschaften begrüßt, da eine Gesellschaft mit guten Ergebnissen mit erhöhten Zuflüssen und damit mit höheren Einnahmen rechnen können sollte. Ob diese Rechnung aufgeht, kann in dem sich derzeit erst entwickelnden Markt des Rankings und Ratings für Spezialfonds oder Vermögensverwalter noch nicht abgesehen werden.

Beurteilungssysteme verbessern die Transparenz im mittlerweile kaum noch überschaubaren Fondsmarkt deutlich. Eine einheitlichere Verwendung der Begriffe "Ranking" und "Rating" wäre allerdings wünschenswert. Die eingangs aufgeworfene Frage, ob ein Beurteilungssystem ein "Allheilmittel" für die Fragen im Zusammenhang mit der Anlage in Investmentfonds sein kann, muss mit einem klaren "Nein" beantwortet werden. Im Rahmen der taktischen Asset-Allocation innerhalb eines Investmentprozesses können Beurteilungssysteme eine sehr wertvolle Hilfe für eine Vorauswahl möglicher Anlagealternativen sein, wobei der Anleger auf zusätzliche Informationen (z. B. Webseiten der Fondsgesellschaften) nicht verzichten sollte. Die gängigen Beurteilungssysteme können nicht garantieren, unter allen Umständen den "besten" Fonds (was immer das für den einzelnen Anleger heißen mag) zu finden, sie reduzieren aber sicherlich die Gefahr, in einen unterdurchschnittlichen Fonds zu investieren - und nach den Erfahrungen der letzten 24 Monate ist das schon ein großer Fortschritt.

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



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Alte Mainzer Gasse 37
60311 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