

Vernünftig Investieren

Vermögensverwalterbrief 4

„I own last years's top-performing funds. Unfortunately, I bought them this year.“

Anonymes Zitat aus Swedroe, Larry: Investment Mistakes even Smart Investors make, 2012, S.58, McGrawHill

“What's the best predictor of a fund's return? Its costs. There will always be the odd funds with a high expense ratio that puts up good returns (usually for a short period of time), but nine times out of 10 high costs will ruin a fund. We tested funds with strong past performance and high costs against those with poor past performance and low costs. Sure enough, those with low costs outperformed in the following period.“

Kinnel, Russel (Morningstar's director of mutual fund research): Time to Clear Out the Dead Wood

Fonds-Ratings – Nur Sterne, sonst nichts?

Sehr geehrte Damen und Herren,

Fonds-Ratings, die Agenturen, wie Morningstar, Lipper und S&P, durchführen, beeinflussen Privatanleger in Ihren Anlageentscheidungen und Ihrer Auswahl von Investmentfonds. Ebenfalls haben die Ergebnisse der Agenturen eine große Bedeutung in der Berichterstattung vieler Anlegerzeitschriften und für die Vermarktung von Publikumsfonds.

Vier- oder Fünf-Sterne-Fonds verzeichnen sehr hohe Mittelzuflüsse, während Ein-, Zwei- und auch Drei-Sterne-Fonds hohe Mittelabflüsse verzeichnen. Eine Studie, die die Periode von Januar bis August 1995 untersuchte, stellte fest, daß erstaunliche 97% der Mittelzuflüsse in Vier- oder Fünf-Sterne-Fonds flossen, während Drei-Sterne-Fonds Abflüsse verzeichneten (1). Wenn ein Fonds das erste Mal ein Fünf –Sterne-Rating bekommt, verzeichnet er nach der Hochstufung Mittelzuflüsse, die 53% über den vorherigen Mittelzuflüssen lagen (2).

Wir wollen uns verschiedene Studien zur Aussagekraft dieser Ratings über die zukünftige Entwicklung der untersuchten Investmentfonds ansehen.

Die wichtigsten Erkenntnisse fassen wir für Sie zusammen. Der eilige Leser möge auf S. 3 zu unseren Empfehlungen springen.

Eine Studie (3) unterzog die drei bedeutenden Gesellschaften, Morningstar, Lipper und S&P, einer tiefgehenden Analyse. Die Autoren bemängelten vor allem das Fehlen wichtiger Analyse Kriterien, wie das Risiko in extremen Markphasen, die Dauerhaftigkeit der Fondsperformance und die richtige Kategorisierung der einzelnen Fonds. Die Agenturen führen Ratings relativ zu einer definierten Fondsgruppe durch, was die Einstufung von der Definition der Gruppen abhängig macht. Es wurde festgestellt, daß nur 46% der Fonds richtig einer Gruppe eingeordnet wa-

ren, 54% waren in der falschen Gruppe. Aus eigener praktischer Erfahrung kann ich dies leider bestätigen.

Eine weitere Studie (4) stellte einen Alters-Bias beim Rating fest. Je älter, größer und diversifizierter ein Fonds ist, desto schlechter ist sein Rating. Ein Fonds, der noch klein und jung ist und in wenig gestreute Anlagen investiert, wird eine höhere Erfolgchance besitzen, eine gute bis sehr gute Note zu erhalten.

Sehr gut eingestufte Fonds werden zu 80% in den folgenden 36 Monaten enttäuschen (5). Dafür gibt es verschiedene Erklärungen. Eine Meinung war, daß der Fondsmanager nur Glück hatte und die Einstufung auf Zufall beruhte. Es kann aber auch sein, daß durch das sehr gute Rating die Mittelzuflüsse anstiegen und der Fonds seinen Investmentansatz wechseln musste. Diese Erklärung entspricht dem bereits festgestellten Alters-Bias.

Der Altmeister des passiven Investierens, John Bogle, Gründer von Vanguard, erklärte dies wie folgt (6):

Es gibt drei Gründe, warum die Größe eines Fonds das Erreichen herausragender Performance verhindert: Das Universum wird für den Fonds zunehmend kleiner, die Transaktionskosten steigen an und das Portfoliomanagement wird strukturierter und gruppenorientierter.

Morningstar selbst untersucht den Erfolg seines Ratings auf die zukünftige Performance der Fonds (7). Fonds, die im Jahr 2004 fünf Sterne erhielten, erzielten eine um 2,83% p.a. bessere Performance bis 2007 als Ein-Sterne-Fonds. Morningstar erwähnte jedoch nicht, daß die Fonds, die im Jahr 2004 fünf Sterne hielten, in 2009 nur noch im Mittel 3,2 Sterne besaßen und nur 59% aller aktiv verwalteten Fonds in der Performance übertrafen. Wenn man weiß, daß alle aktiv verwalteten Fonds durchschnittlich um 1,5% p.a. schlechter abschneiden als ihre Benchmark, dann ist die sog. Out-Performance im Vergleich zu einer grundsätzlich schlecht abschneidenden Fondsgruppe, nämlich der aktiven Fonds, ein schlechtes Instrument für die Fondsauswahl. Es kommt noch schlimmer: Fonds, die im Jahr 2007 fünf Sterne erhielten, schnitten in den Folgejahren schlechter als Ein-Sterne-Fonds ab. Der Autor der Studie, der Researchdirektor von Morningstar, Russel Kinnel, meint, daß Ratings ab besten abschneiden, wenn Märkte nicht in Extreme verfallen oder die Richtung wechseln. Denn Rankings messen die vergangene Performance. Und eine Analysetechnik, die in den Rückspiegel schaut, versagt eben, wenn sich etwas ändert. Morningstar verneint selbst, daß die Anzahl der Sterne ein Indikator für die zukünftige Entwicklung sei.

In einer Untersuchung aus dem Jahre 2010 von Morningstar „How Expense Ratios and Star Ratings Predict Success“ (8) untersucht Russel Kinnel, ob die Zahl der Sterne oder die Kostenbelastung eines Investmentfonds Rückschlüsse über die zukünftige Entwicklung eines Investmentfonds zulassen. Das Ergebnis ist wie folgt: Nicht die Zahl der Sterne, sondern die Kostenbelastung des jeweiligen Investmentfonds ist die Größe, die eine fundierte Aussage über die Wertentwicklung eines Fonds zulässt. Denn Kosten bleiben, Performance schwindet. Je niedriger die

Kosten eines Fonds sind, desto besser wird seine zukünftige Entwicklung sein. Das Sternerating spielt dabei keine Rolle.

Die Ergebnisse von Morningstar wurden von Vanguard bestätigt (9). Die Zahl der Sterne hat keine Aussagekraft für die zukünftige Entwicklung eines Fonds, selbst das Rating eines Fonds ist in der Zukunft nicht dauerhaft. Die Wahrscheinlichkeit eines Fonds sein Rating in den nächsten 12 Monaten zu behalten liegt zwischen 47% für Fünf-Sterne-Fonds, 53% für Drei-Sterne-Fonds und 49% für Ein-Sterne-Fonds. Deren Empfehlung ist der Kauf von kostengünstigen Indexfonds.

Wozu also noch Ratings? Vielleicht um die wirklich schlechten Fonds mit einem Stern zu erkennen? Aber dazu braucht man keine teuren Fondsanalysen.

Wir empfehlen:

Fondsratings geben eine Zukunftsaussage, indem in den Rückwärtsspiegel geschaut wird. Über die zukünftige Wertentwicklung kann dadurch keine Aussage getroffen werden.

Ein immer funktionierender Indikator ist die Kostenbelastung eines Fonds. Die wissenschaftliche Analyse ist eindeutig: Sollte ein Fonds in der Vergangenheit eine sehr gute Rendite abgeworfen haben, war dies die Vergangenheit und auf Glück und Zufall beruhend. Die vergangene Performance kann man heute nicht mehr kaufen.

Eine wesentlich bessere Vorgangsweise ist der Kauf von Fonds, die mit niedrigen Kosten verwaltet werden, so die Empfehlung von Morningstar. Die Kosten werden einerseits im Total Expense Ratio (TER) offen ausgewiesen. Eine sehr bedeutende Kostengröße sind allerdings die internen, nicht offen ausgewiesenen, Kosten. Eine effiziente Handelsausführung im Fonds und eine geringe Umschlaghäufigkeit der Fondsanteile verringern diese internen Kosten.

Sofern ein privater Anleger seine Anlageentscheidung ohne Hilfe eines qualifizierten unabhängigen Beraters oder Verwalters umsetzen möchte, sei auf den Kauf von kostengünstigen Indexfonds oder Exchange Traded Funds (ETF) verwiesen. Wir als unabhängiger Vermögensverwalter verwenden Fonds, die für institutionelle Anleger aufgelegt werden. Diese besitzen gegenüber herkömmlichen Retail-Fonds, wie ETF, die meist nur Indices abbilden, weitere erhebliche Kostenvorteile und decken zusätzlich die systematischen Risiko- und Erfolgsfaktoren für eine systematische Wertentwicklung ab.

Literaturhinweise:

- (1) Christopher R. Blake, Matthew R. Morey: Morningstar Ratings and Mutual Fund Performance, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2000

- (2) Diane Del Guercio and Paula A. Tkac: The Effect of Morningstar Ratings on Mutual Fund Flows, University of Oregon Department of Finance, 2002
- (3) Noel Amenc, Véronique Le Sourd: Rating the Ratings: A Critical Analysis of Fund Rating Systems, Journal of Performance Measurement 11, Nr. 4, 2007, S. 42 – 57
- (4) J.A. Adkisson, Don R. Fraser: Is There Still an Age Bias in the Morningstar Ratings?, EDHEC Risk and Asset Management Research Centre, 2004
- (5) Matthew R. Morey: The Kiss of Death: A 5-Star Morningstar Mutual Fund Rating?, Journal of Investment Management 3 nr. 2, 2005
- (6) John C. Bogle: Nothing Fails Like Success, The Contrary Opinion Forum, Vermont, 1997
- (7) Russel Kinnel: The Star Rating at Its Best and Worst, Morningstar Fund-Investor Newsletter, 2009
- (8) Russel Kinnel: How Expense Ratios and Star Ratings Predict Success, Morningstar FundInvestor Newsletter, 2010
- (9) Christopher B. Philips, Francis M. Kinniry: Mutual fund ratings and future performance, Vanguard research, 2010

Generell empfohlene Literatur zum Thema:

Larry E. Swedroe: Investment Mistakes even Smart Investors Make, McGraw Hill, 2012, S. 58 – 59

Richard A. Ferri: The Power of Passive Investing: More Wealth with Less Work, Wiley, 2011, S. 103 -112

Rechtliche Hinweise:

Dieses Material ist ausschließlich für Ihren persönlichen Gebrauch und rein zu Informationszwecken erstellt worden. Die Informationen in dieser Präsentation beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die wir für zuverlässig erachten, doch kann deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantiert werden.

Die Präsentation wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen oder steuerlichen Rat zu geben.

Die Weitergabe sowie Vervielfältigung dieser Unterlage, Verwertung und Mitteilung ihres Inhalts an unberechtigte Dritte, z.B. Personen außerhalb der Firma des Vertriebspartners, ist unzulässig. Sämtliche Rechte sind vorbehalten.

Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf heutigen Einschätzungen und können sich ohne Vorankündigung ändern. Die in dieser Präsentation diskutierten Anlagemöglichkeiten können je nach ihren speziellen Anlagezielen und deren Finanzpositionen für bestimmte Anleger ungeeignet sein. Die Chance-Risiko-Klassen beziehen sich auf die Sicht eines Euro-Anlegers.

Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Vermögenswerte können sowohl steigen als auch fallen.

Im Gegensatz zu einer wirklichen Wertentwicklung beruhen Simulationen nicht auf tatsächlichen Transaktionen. Es kommt Ihnen daher eine begrenzte Aussagekraft zu. Da die Geschäfte nicht wirklich abgeschlossen werden, kann es nur zu einer unzureichenden Berücksichtigung des Einflusses bestimmter Marktfaktoren kommen.

Eine Anlageentscheidung für die in der Präsentation erwähnten Investmentfonds sollte in jedem Fall auf Basis der Verkaufsprospekte getroffen werden, diese enthalten auch ausführliche Risikohinweise und sind allein verbindliche Grundlage des Kaufes. Den aktuellen ausführlichen Verkaufsprospekt und gegebenenfalls den vereinfachten Verkaufsprospekt erhalten Sie bei uns.

Stand (sofern nicht anders angegeben): 31.05.2012