

Qualitätsmerkmale eines guten Fonds

«Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.» Dieser und ähnliche Warnhinweise sollen den Anleger vor unrealistischen Erwartungen an die Performanceentwicklung seiner Investitionen schützen. Woran soll sich aber ein Anleger bei der Auswahl eines geeigneten Fonds orientieren?



*Von Alfonso Papa, CEFA/CAIA
Leiter ING Asset Management B.V.
The Hague, Zurich Branch*

Nicht zuletzt aufgrund der Vielzahl angebotener Produkte bleibt dem Anleger nichts anderes übrig, als die vergangene Performanceleistung wenigstens als Indikator zur Selektion eines Fonds heranzuziehen. Auch wenn diese kein guter Ratgeber für die Einschätzung zukünftiger Entwicklungen ist. Beispielsweise zeigt ein Vergleich von Anlagefonds, die in europäische Aktienmärkte investieren, schnell, wie wenig aussagekräftig der Track Record alleine ist. Hätte man Ende 2005 aus 49 Publikumsfonds jene Fonds selektiert, die über 3 Jahre in der Lage waren, ein passives Investment zu schlagen, wäre man Ende 2008 nur noch mit 1 der 11 ausgewählten Fonds zufrieden gewesen. Umgekehrt hätten 7 Fonds aus der ausgeschlossenen Gruppe bessere Resultate als der Benchmark geliefert. Dieses einfache Beispiel lässt sich an jedem möglichen Zeitpunkt der Performancemessung wiederholen und untermauert die Warnhinweise.

Sicherlich wird die einfache Performancemessung dem Auftrag eines Fondsmanagers nicht gerecht. Besser ist eine risikoadjustierte Betrachtung. Im Falle von benchmarkorientierten Anlagefonds bietet die «Information Ratio» eine Qualitätsmessung der erzielten Ergebnisse unter Berücksichtigung der eingegangenen Risiken. Dabei wird die Überperformance dem eingegangenen Mehrisiko (gemessen als Volatilität der relativen Ergebnisse, sprich dem Tracking Error) gegenübergestellt. Die Information Ratio verbessert die Betrachtung insofern, als dass dem erzielten Mehrertrag das eingegangene Mehrisiko gegenübergestellt wird. Jedoch bleibt auch diese Messung eine auf der Vergangenheit beruhende Beurteilung.

Information Ratio lässt sich aber auch aus einer zukunftsgerichteten Perspektive definieren, wobei weniger quantitativ messbare Ergebnisse im Vordergrund stehen. Nehmen wir wieder das eingangs erwähnte Beispiel. Die Selektion der Anlagefonds einzig aufgrund der quantitativen Analyse führt letztendlich dazu, dass gemeinsame Gründe für die erzielte Outperformance der 11 Fonds in der Auswahl akzentuiert werden. Insofern vermag eine Diversifikation der Produkte durch einen Fund of Funds bei starker Ausprägung der Gemeinsamkeiten höchstens einen geringen Mehrwert zu erbringen. Gemeinsamkeiten lassen sich beispielsweise in Übergewichtungen bestimmter Marktsegmente finden (Kapitalisierungen, Branchen). Hätten diese oder ähnliche Faktoren wieder zu (relativ) positiven Ergebnissen geführt, wäre die Selektion alleine aufgrund der Performance durchaus erfolgreich gewesen, jedoch eher zufälliger Natur.

Der Investor sollte sich also fragen: Was waren die Faktoren, die zur Performance der einzelnen Fonds geführt haben (negativ und positiv) und wie hoch ist die Wahrscheinlichkeit, dass sich diese Faktoren wiederholen las-

sen? Das fundamentale Gesetz des aktiven Managements fasst diesen Gedanken treffend zusammen und liefert die Grundlage einer ex ante definierten Information Ratio. Vereinfacht ist die Information Ratio demnach eine Funktion von Managerfähigkeiten, multipliziert mit der Anzahl aktiver «Wetten» gegenüber dem Benchmark. Die Definition lässt sich durch technische Voraussetzungen erweitern, was schlussendlich entscheidend für die Umsetzbarkeit der Strategien ist. Die technischen Voraussetzungen sind nicht zu unterschätzen, da diese eine kosteneffiziente Umsetzung einer Strategie ermöglichen müssen. Ein Investmentprozess sollte strukturell so aufgesetzt sein, dass alle drei Elemente maximiert werden können. Ein Fondsmanagement, welches die einzelnen Schritte der Anlageprozesse formulieren, umsetzen und diagnostizieren sowie verbessern kann, wird mit hoher Wahrscheinlichkeit auch zukünftig gute Resultate liefern.

Das Problem besteht aber nach wie vor in der Vielfalt der angebotenen Produkte. Nur schon für die eingangs genannte Vergleichsgruppe eine fundierte qualitative Analyse durchführen zu wollen, bringt die Kapazität vieler professioneller Fondsanalysten an ihre Grenzen. Noch anspruchsvoller wird es, wenn eine ständige Überwachung der Selektion gefordert ist. Quantitative Selektions- und Überwachungsmethoden bleiben deshalb wichtige Werkzeuge. Allerdings sollten sie nicht dazu genutzt werden, Anlageentscheidungen zu treffen. Analysen von historischen Performanceergebnissen müssen dazu dienen, die richtigen Fragen zu stellen.

Beurteilung am Beispiel Aktien Euroland

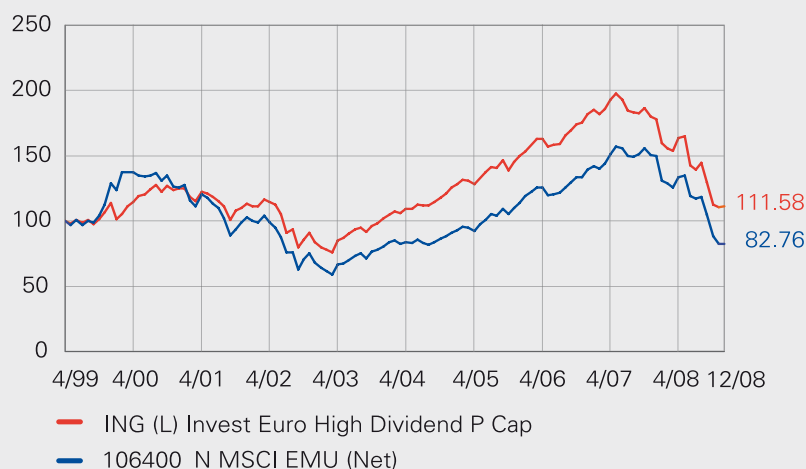
Das nachfolgende Beispiel illustriert eine Möglichkeit, Qualitäten eines Fondsmanagers zu identifizieren. Die indexierte Performance ab April 1999 zeigt eine beachtliche Überperfor-

mance des Fonds gegenüber einem passiven Engagement im Euro. Der ausgewiesene Track Record lässt aber in dieser Form nur wenige Rückschlüsse auf die Qualität des Managements zu. Eine Unterteilung der Performance in rollende Zeitabschnitte bringt das «Verhalten» über die gesamte 10-Jahres-Periode besser zum Vorschein. Dabei werden Halteperioden von 1 bis 6 Jahren auf monatlicher Basis rollend gemessen. Verglichen mit der Outperformance zeigt die Strategie gute bis sehr gute Resultate – dies nach Kosten notabene. Bei mittel- bis längerfristigen Halteperioden (3 bis 5 Jahre) schlägt der Fonds ein passives Investment in über 70 bis 77% der Fälle.

Wie «schlecht» ist aber die negative relative Performance? Ein erster Indikator ist der Vergleich der absoluten Performance des Fonds mit dem Benchmark im selben rollenden Verfahren. Während der Benchmark über die beobachteten Perioden in 50 bis 70% der Fälle positive Resultate liefert, vermag der Fonds in kurz- bis mittelfristigen Halteperioden (1 bis 4 Jahre) in 60 bis 70% und bei Halteperioden von 5 und 6 Jahren gar in 100% positive Resultate zu liefern. Die Vermutung liegt nahe, dass der Fonds aufgrund seiner Strategie insbesondere in negativen Marktphasen Verluste minimiert, wäh-

Fonds und Benchmark im Vergleich

ING (L) Invest Euro High Dividend P Cap vs. MSCI EMU (Net)
indexiert per 30.4.1999 in Euro

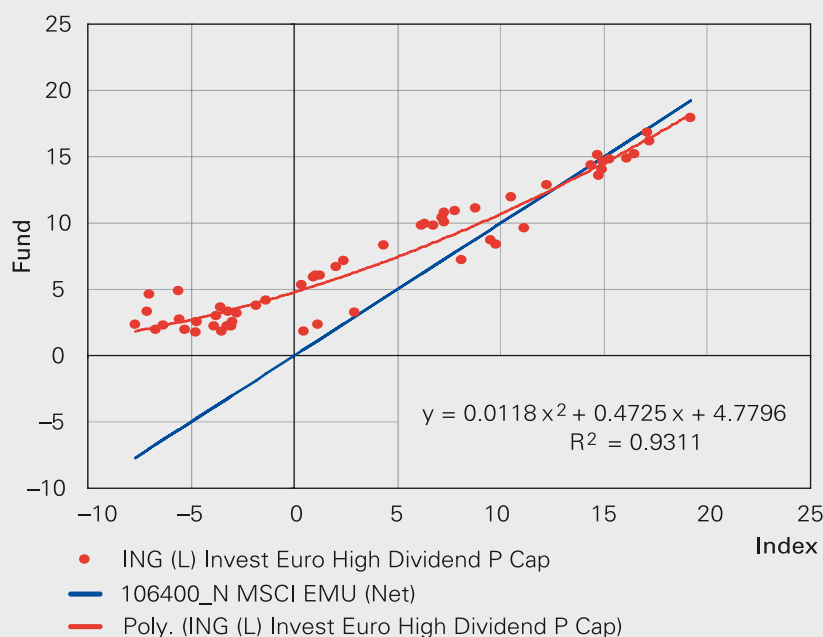


rend Underperformance eher in ausgeprägten positiven Marktphasen auftritt. Eine Regression der Ergebnisse bringt das konvexe Verhalten der Strategie zum Vorschein (s. Grafik unten). Die qualitative Analyse des Fonds und der Anlagestrategie bestätigt die Ergebnisse. Tatsächlich fokussiert sich das Fondsportfolio auf Unternehmen mit robusten Geschäftsmodellen und konsistenten Erträgen. Dabei steht das bewusste Verwalten der absoluten Risiken im Vordergrund und weniger die Sicht auf relative Risikoparameter. Zudem wird die Strategie mit hoher Dis-

ziplin unterstützt und durch quantitative Modelle umgesetzt. Im Beispiel verfügt das Fondsmanagement über eine klare, transparente Anlagephilosophie und kann sowohl die nötige Expertise als auch die technischen Mittel zur Implementierung der Strategie jederzeit gewährleisten. Die bisher erzielte Performance wird somit zum aussagekräftigen Leistungsausweis, und die Überzeugung, auch in Zukunft ähnlich positive Resultate zu erzielen, zur Grundlage für Investments in diesen Fonds.

www.ingim.com

Regressionsanalyse: vorteilhaftes konvexes Verhalten der Fondsstrategie



In der Regressionsanalyse werden auf der horizontalen x-Achse die annualisierten 5-Jahres-Renditen des Vergleichsindex und auf der vertikalen y-Achse die jeweiligen Werte des Fonds bestimmt. Die Punktwolke stellt demnach die Ergebnisse des Fonds im Vergleich zu den Ergebnissen des Benchmarks dar, während die winkelhaltierende Gerade die Ergebnisse des Benchmarks repräsentiert. Liegen die Punkte oberhalb der Benchmark-Geraden, vermag der Fonds die passive Strategie nach Kosten zu übertreffen. Die konvexe Kurve (quadratische Funktion) kann als repräsentative durchschnittliche Lage der Punktwolke interpretiert werden und zeigt das Verhalten des Fonds in unterschiedlichen Marktlagen auf. Die Qualität der Regression lässt sich mit dem Mass R^2 schätzen (Maximalwert 1.0). Im Beispiel liegt der Wert bei 0.93, was der Regression eine hohe Aussagekraft attestiert.