

## Anlegen

17.03.2008

# Der Blick ins Portfolio verrät schlecht geführte Fonds

**Versteckte Interessenkonflikte beeinträchtigen den Erfolg von Fonds. - Neue Fragen über Qualität und Integrität.**

Von Erich Solenthaler

Dutzende von Studien haben bereits untersucht, woran gute Fonds zu erkennen sind. Die meisten verliefen im Sand. Zwar können sie die Leistung eines Fonds in der Vergangenheit beurteilen. Aber daraus Schlüsse für die Zukunft zu ziehen, ist unmöglich. Weder können Fonds mit einem guten Ranking ihren Platz verteidigen, noch sind mangelhafte Leistungen ein Hinweis auch auf künftig unbefriedigende Renditen. Zu diesem Schluss kommt ebenfalls die neuste Arbeit (siehe Box). Für die Anleger ist das Resultat ernüchternd: An den Zahlen kann man gute und schlechte Fonds nicht erkennen.

Den bisherigen Ansätzen ist gemeinsam, dass sie von diversen Rendite- und Risikokennzahlen ausgingen und diese mit allen Werkzeugen, die die Statistik heute zur Verfügung stellt, analysierten. Aber nun führt ein neuer, überraschender Ansatz aus der Sackgasse: Fonds lassen sich eben doch in zuverlässige und andere unterteilen, wie Marcin Kacperczyk, Clemens Sialm und Lu Zheng in ihrer Arbeit «Unbeobachtete Aktionen von Fonds» festhalten.

## Eingefrorene Portfolios

Die drei Autoren stellten die von Fonds gehaltenen Titel an den Anfang ihrer Untersuchung. Dank einer einzigartigen amerikanischen Datenbank konnten sie 2500 Fonds und ihre Portfolios 20 Jahre zurückverfolgen. Dabei nahmen sie an, dass der Fondsmanager die im Jahresbericht bekannt gegebenen Positionen ein Jahr unverändert lässt und berechneten so eine theoretische Rendite von eingefrorenen Portfolios.

In einem weiteren Schritt verglichen sie die fiktive Rendite mit der tatsächlich erwirtschafteten und fanden, dass die Unterschiede brauchbare Informationen über Fonds preisgeben:

Fonds, deren effektive Rendite über der künstlich berechneten liegt, bringen in der Regel auch im nächsten Jahr wieder eine positive Differenz zu Stande und schlagen auch die Benchmark. Das gilt mit umgekehrten Vorzeichen noch zuverlässiger.

In Zahlen: Jene 10 Prozent der Fonds, deren tatsächliche Rendite am stärksten unter der fiktiven liegt, verpassen ihren Vergleichsindex um durchschnittlich 2,2 Prozent pro Jahr. Umgekehrt sind Fonds mit einem positiven Rendite-Unterschied 1,2 Prozent besser als ihre Benchmark. Für beide Gruppen sind die Rendite-Unterschiede zwischen eingefrorenem und effektivem Portfolio signifikant.

Gute Fonds bleiben dauerhaft gut, schlechte schlecht. Ein einmal festgestellter

Unterschied hallt bis zu fünf Jahre lang in der Performance nach. Weil das Phänomen dauerhaft ist, sind sich die Autoren sicher, dass es keine zufälligen Ursachen haben kann.

Somit scheidet auch die wichtigste Tätigkeit der Fonds, nämlich die Titelselektion, als Erklärung für den Erfolg und Misserfolg von Fonds aus. Bei Investitionsentscheiden spielen Glück und Pech eine viel zu grosse Rolle.

### **Intensive Schaufenster-Dekoration**

Auf der Suche nach systematischen Gründen fanden Kacperczyk, Sialm und Lu Zheng, dass Fonds mit grossen, negativen Rendite-Differenzen Windowdressing betreiben, also das Portfolio gezielt für die Jahrespublikation herrichten und danach zur ursprünglichen Komposition zurückkehren. Also dürfte die Publikation nicht verraten, was die Fondsmanager wirklich treiben.

Junge Fonds und solche mit einer hohen Ausgabenquote sind ebenfalls anfällig für negative Performance-Unterschiede von fiktivem und tatsächlichem Portfolio. Zudem stellen die Autoren einen statistischen Zusammenhang von Brokergebühren, Volumenwachstum und dem «Schaufensterdekorieren» fest – und werfen damit die Frage nach Interessenkonflikten zwischen Portfoliomanagement und Fondsgesellschaften auf. So gut dokumentiert wurde sie noch nie gestellt.

Die bessere Hälfte der Fonds scheint keine Interessenkonflikte zu kennen oder meistert sie besser.

*Marcin Kacperczyk, Clemens Sialm, Lu Zheng: Unobserved Actions of Mutual Funds, SSRN-Paper 676'103.*