

Der Einfluss von Fondsrankings und -ratings auf das Mittelaufkommen von Aktienfonds

Eine empirische Analyse für den deutschen Markt

von

Dr. Alexander Hick

Fritz Knapp Verlag  Frankfurt am Main

Geleitwort

Aufgrund der wachsenden Anzahl deutscher Investment- bzw. Aktienfonds existieren seit Ende der 1990er-Jahre auf dem deutschen Markt zahlreiche Anbieter von Fondsrankings und -ratings, die den Anlegern durch Anwendung verschiedener Methoden und Eingangsparameter Bewertungsinformationen zu den Fonds zur Verfügung stellen. Augenscheinlich steht den Anlegern dadurch eine Orientierungshilfe zur Verfügung, an denen sie sich im Rahmen von Investmententscheidungen ausrichten können, sodass es sich bei den Bewertungsurteilen um einen Einflussfaktor auf das Mittelaufkommen der Fonds handeln kann.

Die Auseinandersetzung mit dem aktuellen Forschungsstand verdeutlicht, dass zu den Einflussfaktoren des Mittelaufkommens von Aktienfonds im nationalen wie internationalen Schrifttum bereits eine Reihe von empirischen Untersuchungen existiert. Der Großteil beschäftigt sich allerdings primär mit dem Einfluss der Performance von Investment- bzw. Aktienfonds auf das Mittelaufkommen, während eine umfassende Analyse der Anlegerorientierung an Fondsrankings und Fondsratings hinsichtlich der Kauf- und Verkaufsentscheidungen in Bezug auf Aktienfonds und unter Berücksichtigung der Erkenntnisse aus der Behavioral Finance Forschung bislang nicht erfolgt ist.

Vor dem Hintergrund der Ergebnisse von Anlegerbefragungen, die auf eine mögliche Ausrichtung der Investoren an den Rankings und Ratingurteilen hindeuten, besteht die Zielsetzung der Dissertationsschrift in einer bislang noch nicht erbrachten empirischen Bestätigung des tatsächlichen Dispositionsverhaltens deutscher Anleger. Darüber hinaus will der Autor die Schwächen der bisherigen nationalen und internationalen Studien überwinden und ein Untersuchungsdesign entwickeln, das sich systematisch an den Informations- und Entscheidungsprozessen der Anleger orientiert, mit einer verbesserten und umfangreicheren empirischen Analyse valide Aussagen über das Dispositionsverhalten der Anleger ermöglicht sowie schließlich differenziertere Ergebnisse hinsichtlich der unterschiedlichen Rankings und Ratings sowie vor allem auch hinsichtlich der unterschiedlichen Marktphasen zulässt.

Im ersten Hauptteil seiner Arbeit gibt der Autor zunächst einen Überblick über den deutschen Aktienfondsmarkt und seine Besonderheiten sowie über die Grundstruktur und Charakteristika der Entscheidungssituationen und -prozesse von Kapitalanlegern. Anhand dieser reflektiert er die in der klassischen Kapitalmarkttheorie einerseits und in der Behavioral-Finance-Forschung andererseits entwickelten Erklärungsansätze für das Anlegerverhalten. Nachdem er die grundlegenden Eigenschaften von Fondsrankings und -ratings erläutert, ihre Existenz transaktionskostentheoretisch und informationsökonomisch erklärt und ihre Verwendung im Informations- und Entscheidungsprozess der Anleger beschrieben hat, geht der Autor ausführlich auf die Bewertungsmethoden der für seine Untersuchung ausgewählten Ranking- und Ratinggesellschaften Morningstar Inc.,

Feri EuroRatingServices AG sowie Standard & Poor's Fund Services ein und zeigt nach einer anschließenden kritischen Würdigung der wesentlichen Stärken und Schwächen die Probleme und Grenzen einer Verwendung dieser Fondsrankings und -ratings für Entscheidungen von Anlegern auf.

Im zweiten Hauptteil entwirft der Verfasser das Untersuchungsdesign für die empirische Analyse. Ausgangspunkt sind die bisher vorliegenden nationalen und internationalen wissenschaftlichen Untersuchungen zur Abhängigkeit des Mittelaufkommens von Bewertungsurteilen. Er zeigt deren begrenzte Aussagekraft auf und zieht daraus entsprechende Schlussfolgerungen für das eigene Untersuchungsdesign. Sodann diskutiert er die möglichen Ansätze zur Quantifizierung des Mittelaufkommens. Um zu denjenigen messbaren Einflussfaktoren zu gelangen, die seitens der Anleger sowohl wahrnehmbar als auch relevant und daher neben den eigentlich im Fokus stehenden Fondsrankings und -ratings in die eigene empirische Untersuchung mit einzubeziehen sind, verschafft sich der Autor erstens einen Überblick über das gesamte Spektrum an sonstigen Einflussfaktoren, die in anderen empirischen Untersuchungen als statistisch signifikant für das Mittelaufkommen nachgewiesen wurden, und zweitens über die Auswahlkriterien, die Anleger nach eigenen Angaben lt. diversen Befragungen für ihre Anlageentscheidungen heranziehen. Die daraus gebildete Schnittmenge prüft er auf Transparenz für den Anleger und externe Messbarkeit und identifiziert dadurch potenziell relevante Variablen für die Untersuchung. Abschließend formuliert der Autor zehn Hypothesen und erläutert die statistische Methodik sowie die zugrunde gelegte Datenbasis und deren Modellierung.

Im dritten Hauptteil werden die Ergebnisse der vom Verfasser durchgeführten empirischen Untersuchungen des Einflusses der einbezogenen Fondsrankings und -ratings auf die Bruttozuflüsse und -abflüsse dargestellt. Der Untersuchungszeitraum von Januar 2006 bis 2010, der in drei Börsenphasen untergliedert wird, sowie die für die Aktienfonds einbezogenen (aggregierten) Anlageschwerpunkte Global, Europa und Deutschland bilden die Basis für die Analyse. Er kann bestätigen, dass sich die Investoren tendenziell in allen Anlageschwerpunkten an den Rankings/Ratings orientieren, wobei dies stärker und mit kürzeren Timelags bei Kaufentscheidungen durchschlägt, während sich insbesondere in der Abschwungphase für beide Dispositionsrichtungen längerfristige Reaktionsverzögerungen von bis zu einem halben Jahr zeigen. Angesichts der stärkeren Bewegungen sowohl bei Käufen als auch Verkäufen orientieren sich die Investoren in Aktienfonds mit deutschem Fondsdomizil des Weiteren vor allem bei den bestbewerteten Fonds an den Rankings/Ratings. Zudem beobachtet der Autor im Gegensatz zu den beiden vorhergehenden Börsenphasen in der zweiten untersuchten und damit „Nachkrisen“-Aufschwungphase (Anfang 2009 bis Ende 2010) eine stärkere Anlegerwahrnehmung der S&P Fund Management Ratings, die eine qualitative Bewertung beinhalten und damit auch einen gewissen prognostischen Charakter aufweisen. Insgesamt bestätigen die Ergebnisse der Untersuchung das quasirationale Verhalten der Investoren ebenso wie bestimmte durch die Behavioral-Finance-Forschung aufgedeckte Entscheidungsanomalien. Abschließend leitet der Verfasser für die Anleger ab, sich bei ihren Kauf- und

Verkaufsentscheidungen nicht an den Ranking-/Ratingurteilen zu orientieren, sondern diese lediglich für eine Ex-Post-Betrachtung, etwa zur Überprüfung der Angemessenheit von Fondsgebühren, zu verwenden.

Mit der vorliegenden Arbeit leistet der Autor eine maßgebliche Weiterentwicklung und Verbesserung bisher bekannter Untersuchungen zu dem diesbezüglichen Themenkomplex. Dazu gehören neben der im Gegensatz zu anderen Untersuchungen präziseren Unterscheidung zwischen Rankings und Ratings die systematische Einbettung seiner empirischen Untersuchung in die Behavioral-Finance-Forschung, die explizite Berücksichtigung von Bruttozuflüssen und -abflüssen und die Bewältigung der damit verbundenen Datenanforderungen sowie die simultane Differenzierung nach Ratinggesellschaften/-arten und Börsenphasen. Zu erwähnen ist dabei insbesondere der in vergleichbaren empirischen Untersuchungen häufig vermisste inhaltliche Tiefgang, den der Autor in seiner Arbeit unter Beweis stellt. Vor diesem Hintergrund ist der Arbeit eine weite Verbreitung im wissenschaftlichen Schrifttum und in der betriebswirtschaftlichen Praxis zu wünschen.

Münster, im Juni 2014

Bernd Rolfes

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	XV
Tabellenverzeichnis	XVII
Abkürzungsverzeichnis	XXV
Symbolverzeichnis	XXIX
Einleitung	1
Erster Teil: Einfluss der Fondsrankings und -ratings auf das Anlegerverhalten bei Anlageentscheidungen an Aktienfondsmärkten	5
A. Der deutsche Aktienfondsmarkt und das Entscheidungsverhalten der Investoren	5
I. Der deutsche Aktienfondsmarkt	5
1. Bedeutung von Investmentfonds	5
2. Ausgestaltungsvarianten von Aktienfonds	7
3. Mittelaufkommen und Entwicklung	10
II. Grundstruktur und Charakteristika anlegerspezifischer Entscheidungssituationen	16
1. Grundstruktur von Entscheidungen und Ausgestaltungsformen	16
2. Charakteristika von Entscheidungen an Aktienfondsmärkten	17
a) Kaufentscheidungen	17
b) Verkaufsentscheidungen	20
3. Idealtypischer Informations- und Entscheidungsprozess der Fondsanleger	21
III. Behavioral Finance als Erweiterung der traditionellen Kapitalmarkttheorie zur Erklärung des Anlegerverhaltens in Entscheidungssituationen	24
1. Grundkonzept und Defizite der traditionellen Kapitalmarkttheorie	24
a) Rationales Verhalten und rationale Erwartungen	24
b) Effizienz der Kapitalmärkte	26
c) Grenzen der traditionellen Kapitalmarkttheorie	28
2. Behavioral Finance als alternativer Erklärungsansatz mit dem Schwerpunkt verhaltenswissenschaftlicher Kapitalmarktforschung	29
a) Gegenstand und Ziele der Behavioral Finance	29
b) Verhaltensanomalien als quasirationales Verhalten der Anleger in Entscheidungssituationen	30
c) Ursachen für quasirationales Verhalten der Anleger	32
3. Zuordnung relevanter Verhaltensanomalien zu den Phasen des Informations- und Entscheidungsprozesses	34
B. Fondsrankings und -ratings im Entscheidungsprozess der Fondsanleger	41
I. Abgrenzung und Systematisierung von Fondsrankings und -ratings	41

1. Definition und Begriffsabgrenzung von Fondsrankings und -ratings	41
2. Unterscheidungskriterien der Bewertungsurteile bzw. ihrer Verfahren	43
II. Theoretische Erklärungsansätze zur Existenz der Bewertungsurteile	46
1. Transaktionskostentheoretischer Erklärungsansatz	46
2. Informationsökonomischer Erklärungsansatz	48
III. Verwendung von Rankings und Ratings im Rahmen des Informations- und Entscheidungsprozesses der Anleger	51
C. Bewertungsmethoden ausgewählter Ranking- und Ratinggesellschaften und deren kritische Würdigung	55
I. Anbieter von Fondsrankings und -ratings in Deutschland	55
II. Bewertungsmethoden ausgewählter Ranking- und Ratinggesellschaften	57
1. Methodik zur Herleitung des Morningstar Ratings	57
2. Methodik zur Herleitung des Feri Fondsrating	63
3. Methodik zur Herleitung des S&P Fund Management Rating	68
III. Kritische Würdigung der Bewertungsmethoden	72
1. Bewertung wesentlicher Stärken und Schwächen	72
2. Probleme und Grenzen der Verwendung der Bewertungsurteile im Informations- und Entscheidungsprozess	74
Zweiter Teil: Entwicklung des Untersuchungsdesigns der empirischen Analyse	77
A. Bisherige wissenschaftliche Untersuchungen zur Abhängigkeit des Mittelaufkommens von Bewertungsurteilen	77
I. Ergebnisse bisheriger wissenschaftlicher Studien	77
1. Internationale Studien	77
2. Nationale Studien	88
II. Zentrale Grenzen der Aussagekraft der bisherigen Studien	92
III. Implikationen für Methodik und Design der vorliegenden empirischen Analyse	95
B. Messung und Einflussfaktoren des Mittelaufkommens	97
I. Ansätze zur Quantifizierung des Mittelaufkommens	97
1. Absolutes Mittelaufkommen	97
2. Relatives Mittelaufkommen	98
II. Systematisierung und Darstellung der Einflussfaktoren auf das Mittelaufkommen von Aktienfonds	100
1. Systematisierung der Einflussfaktoren	100
2. Überblick über bisherige empirisch untersuchte Einflussfaktoren	102
3. Zentrale Determinanten aus Sicht der Anleger im Informations- und Entscheidungsprozess	112
III. Implikationen für die Auswahl der Variablen in der vorliegenden empirischen Untersuchung	117

C. Zielsetzung, statistische Methoden und Design der Untersuchung	119
I. Zielsetzung und Hypothesen der empirischen Analyse	119
II. Statistische Methoden und Verfahren	123
1. Korrelationsanalyse	123
2. Regressionsanalyse	124
3. Mittelwerttest	129
III. Datenbasis und ihre Modellierung	130
1. Format der Untersuchungsstichprobe	130
a) Inhalt und Herkunft der Untersuchungsstichprobe	130
b) Bereinigung der Stichprobe	135
c) Gesamtbetrachtungszeitraum und Festlegung von Analysezeiträumen	138
2. Ableitung und Konfiguration der Variablen für die empirische Analyse	140
a) Eingrenzung der Verfahren zur Quantifizierung der Zuflüsse und Abflüsse	140
b) Konfiguration der Bewertungsurteile und Spezifikation von Timelags der Anlegerreaktionen	141
c) Übersicht und Konfiguration weiterer Einflussfaktoren	143
3. Deskriptive Statistik der Datenbasis	147
Dritter Teil: Empirische Analyse des Kauf- und Verkaufsverhaltens der Anleger in Abhängigkeit der Bewertungsurteile	153
A. Analyse des Wirkungszusammenhangs zwischen den Zu- und Abflüssen sowie den Bewertungsurteilen unter Berücksichtigung von Timelags	153
I. Einfluss der Fondsrankings von Morningstar und Feri	153
1. Ergebnisse für den Gesamtzeitraum	153
2. Ergebnisse für die verschiedenen Börsenphasen	155
II. Einfluss des S&P Fund Management Ratings	160
1. Ergebnisse für den Gesamtzeitraum	160
2. Ergebnisse für die verschiedenen Börsenphasen	161
III. Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse zur Ableitung der Relevanz der Bewertungsurteile für das Anlegerverhalten	164
B. Analyse der Ausrichtung der Anleger an den spezifischen Bewertungsstufen der Ranking- und Ratinggesellschaften bei Kauf- und Verkaufsentscheidungen	168
I. Einfluss der differenzierten Bewertungsstufen von Morningstar und Feri	168
1. Analyse der Kaufentscheidungen	168
a) Ergebnisse für den Gesamtzeitraum	168
b) Ergebnisse für die verschiedenen Börsenphasen	173
c) Interpretation der Ergebnisse und vergleichende Beurteilung der Relevanz der beiden Rankingverfahren	178
2. Analyse der Verkaufsentscheidungen	183
a) Ergebnisse für den Gesamtzeitraum	183

b) Ergebnisse für die verschiedenen Börsenphasen	185
c) Interpretation der Ergebnisse und vergleichende Beurteilung der Relevanz der beiden Rankingverfahren	190
3. Relevanz der Bewertungsurteile für Kauf- und Verkaufsentscheidungen im Vergleich	195
4. Weitergehende Analyse des Anlegerverhaltens bei Veränderungen der Fondsrankings unter Berücksichtigung von Timelags am Beispiel von Morningstar	196
a) Analyse der Kaufentscheidungen	196
b) Analyse der Verkaufsentscheidungen	199
c) Interpretation der Ergebnisse und Beurteilung der Relevanz der Rankingveränderungen	201
II. Einfluss der differenzierten Bewertungsstufen von Standard & Poor's	205
1. Analyse der Kaufentscheidungen	205
a) Ergebnisse für den Gesamtzeitraum	205
b) Ergebnisse für die verschiedenen Börsenphasen	207
c) Interpretation der Ergebnisse und Beurteilung der Relevanz der Fondsratings	209
2. Analyse der Verkaufsentscheidungen	211
a) Ergebnisse für den Gesamtzeitraum	211
b) Ergebnisse für die verschiedenen Börsenphasen	211
c) Interpretation der Ergebnisse und Beurteilung der Relevanz der Fondsratings	213
3. Relevanz der Fondsratings für Kauf- und Verkaufsentscheidungen im Vergleich	215
III. Vergleichende Beurteilung der Relevanz von Fondsrankings und -ratings für das Anlegerverhalten	216
C. Beurteilung des Anlegerverhaltens sowie Ableitung von Handlungsempfehlungen und kritische Würdigung der Ergebnisse	217
I. Mögliche Erklärungsansätze für die identifizierten Ergebnisse	217
1. Beurteilung des Anlegerverhaltens vor dem Hintergrund ausgewählter Verhaltensanomalien	217
a) Verhalten bei Kaufentscheidungen	217
b) Verhalten bei Verkaufsentscheidungen	221
2. Ableitung weiterer Erklärungsansätze aus der Stichprobenstruktur	222
II. Handlungsempfehlungen zum Umgang mit Fondsrankings und -ratings	224
1. Handlungsempfehlungen für die Anleger	224
2. Handlungsempfehlungen für die Fondsgesellschaften	225
III. Kritische Würdigung der Untersuchungskonzeption und Ableitung weiterer Forschungsansätze	228
Zusammenfassung und Schlussbetrachtung	231
Literaturverzeichnis	237
Anhang	259