

Neue Zürcher Zeitung, 10. Februar 2006

Neue Zürcher Zeitung

10. Februar 2006, Neue Zürcher Zeitung

Wenn Fondsmanager zu viel riskieren

Passive Anleger erleichtern ihnen das Geldverdienen

Fonds, die im Vorjahr eine besonders hohe Rendite erzielt haben, ziehen viele Investoren an. Dagegen sitzen Anleger bei wenig erfolgreichen Fonds die Baisse oft aus, wie eine neue Studie der Universität Köln zeigt. Diese Passivität kann die Fondsmanager dazu verleiten, mehr Risiken in Kauf zu nehmen, als Anlegern lieb sein kann.

cei. Frankfurt, Anfang Februar

Gelingt es Fondsmanagern, viel Geld anzuziehen, beschert dies ihrem Arbeitgeber mehr Einnahmen. Davon dürfte ein Teil auch den Managern zugute kommen. Neue Anleger ködert man dabei mit einer guten Rendite im Vorjahr. Diese muss jedoch deutlich über dem Durchschnitt liegen, damit das Anlagevehikel aus der grossen Masse hervorsticht, wie Untersuchungen aus den USA zeigen. Nur dann kann das gute Abschneiden auch werbewirksam eingesetzt werden. Dagegen werden Fonds mit einer mageren Performance von den Anlegern kaum durch den Abzug von Mitteln bestraft. Dies könnte an den hohen einmaligen Gebühren liegen. So beträgt der Ausgabeaufschlag in Deutschland bei Aktienfonds im Schnitt 4%, die beim Kauf eines anderen Fonds erneut anfielen. Offenbar sitzen die Anleger eine Baisse ihres Fonds lieber aus, als dass sie die Anteile veräussern. Diese Passivität könnte Fondsmanager jedoch dazu verleiten, eine risikoreiche Strategie zu fahren.

Der Investor als «treue Seele»

Wie verhält sich ein Fondsmanager, der sein Einkommen maximiert? Er wird versuchen, in die Phalanx der am meisten rentierenden Fonds vorzustossen, da diese den Hauptharst der Mittel anziehen. Wenn der Fonds Mitte Jahr nicht zu den erfolgreichsten gehört, wird der Manager folgende Überlegung anstellen: Geht er mehr Risiken ein, gelingt vielleicht doch noch der Sprung in die Spitzengruppe. Dabei steigt zwar auch die Wahrscheinlichkeit, dass es schief läuft. Der Manager weiss aber, dass die Anleger «treue Seelen» sind und es in diesem Fall zu keinem Massenexodus kommen wird. Damit halten sich die Einkommenseinbussen des Managers im Rahmen, wenn das Spiel nicht aufgeht. Die Fondsgesellschaft wird ihre Angestellten dabei nicht bremsen wollen. Gelingt es dem Manager nämlich, zusätzliche Mittel anzuziehen, erzielt die Firma mehr Einnahmen.

Weniger günstig sieht die Rechnung für den Anleger aus. Er hat ursprünglich einen Fonds im Glauben erworben, dieser weise ein bestimmtes, von ihm gewünschtes Risikoprofil auf. Doch das Verhalten des Fondsmanagers verändert die Ausgangslage: Das Risiko des Fonds nimmt zu. Auch der umgekehrte Fall ist für den Anleger keineswegs besser. Zwar wird ein Fondsmanager, der Mitte Jahr besonders erfolgreich war, nicht zusätzliche Risiken eingehen wollen. Eher wird er in der zweiten Jahreshälfte sein Portfolio nach dem

Benchmark oder dem Index ausrichten. Nach dem guten Halbzeitresultat erhöht dieses Vorgehen seine Chance, die Spitzenposition bis Ende Jahr zu verteidigen. Der Anleger hat jedoch sein Geld nicht einem aktiven Fondsmanager anvertraut, damit dieser dann in der zweiten Jahreshälfte nichts mehr tut. - Wie gross ist nun die Gefahr solch opportunistischen Verhaltens einzuschätzen? Was für die USA empirisch gut belegt sei, finde sich auch in Deutschland, erklärt Stefan Ruenzi vom **Centre for Financial Research** an der Universität Köln im Gespräch. Seine Forschung zeigt, dass schlechte Fonds hierzulande ebenfalls nicht durch entsprechende Mittelabflüsse bestraft werden. Gelingt es einem Fondsmanager zu den besten 20%, also ins erste Quintil der Fonds, vorzustossen, kann er im Schnitt 10% mehr neue Mittel anziehen als mit einem Fonds, der es nur ins zweite Quintil schafft. Bei den übrigen 60% spielt die Performance für den Mittelzufluss dagegen keine grosse Rolle. Die beigestellte Grafik zeigt, dass im Zeitraum 1990 bis 2003 auch wenig erfolgreiche Fonds Zuflüsse verzeichnen konnten. Dies dürfte daran liegen, dass in diesem Zeitraum die Anlageklasse Fonds erst von einem breiten Publikum entdeckt wurde. Der gemessene Effekt ist in Deutschland jedoch nur etwa halb so stark wie in den USA. Wer unter den Fonds in den USA einen Spitzenrang belegt, wird demnach deutlich mehr Anleger ködern als in Deutschland. Risikoreiches Verhalten ist deshalb für die Fondsmanager in hiesigen Breitengraden weniger lohnend als in den USA.

Berechnung der Boni offenlegen

Das Center for Financial Research hat deutsche Fondsmanager danach gefragt, ob sie am Erfolg beteiligt werden und wie sie diesen definieren würden. Die Antworten zeigen, dass der erfolgsabhängige Teil des Lohnes in guten Jahren das Mehrfache des Grundlohnes ausmachen kann. Bei den Erfolgskriterien steht für die meisten Manager die Fondsrendite im Vergleich zu einem Index oder zu einer Gruppe ähnlicher Fonds im Vordergrund. Deutlich weniger oft genannt wurde, wie viel Geld der Fonds in einem Jahr anziehen konnte. Noch seltener angegeben wurde dasjenige Erfolgskriterium, das aus der Sicht der Anleger am meisten interessiert: wie der Fonds abschneidet, wenn man neben der Rendite auch das Risiko berücksichtigt. Es ist davon auszugehen, dass die von den Managern am häufigsten erwähnten Erfolgsmassstäbe auch für die Berechnung ihrer Boni massgebend sind. Die Umfrage lässt somit vermuten, dass dem Risiko bei der Lohngestaltung der Fondsmanager in Deutschland eine eher zu geringe Rolle zukommt. Damit dürften die für die USA festgestellten Fehlanreize zum Teil auch in Deutschland wirken.

Was können Anleger tun, um diesem Spiel nicht ausgeliefert zu sein? Ruenzi empfiehlt, sich bei der Fondsbewertung ausser an der Rendite auch am Risiko des Fonds zu orientieren. Hierzu kann man sich über die Internetseiten von Dienstleistern wie Morningstar, Feri Trust oder Fondsweb einen Überblick verschaffen, wie der präferierte Fonds im Vergleich zu anderen derselben Gattung abschneidet. Diese Analyse-Häuser berücksichtigen in ihrer Bewertung auf unterschiedliche Weise das Risiko-Rendite-Profil eines Fonds und erstellen darauf basierende Ranglisten. Wer dem aktiven Fondsmanagement sowieso misstraut - wissenschaftliche Studien zeigen, dass einzelne Fonds in der Regel nicht über einen längeren Horizont den Benchmark schlagen -, baut besser gleich auf passive Instrumente wie Index-Zertifikate oder Indexfonds, die üblicherweise durch deutlich niedrigere Gebühren gekennzeichnet sind als aktive Produkte.

Hilfreich wäre für den Anleger, zu wissen, wie Fondsgesellschaften ihre Manager bezahlen. Ist die Entschädigung primär davon abhängig, wie viel Geld ein Fonds anziehen kann, ist besondere Vorsicht am Platz. Eine Analogie aus der Unternehmenswelt drängt sich auf. Dort verlangen die Aktionäre (zu denen im Übrigen auch Fondsgesellschaften gehören) zunehmend präzisere Informationen darüber, nach welchen Kriterien das Management honoriert wird. Damit soll gewährleistet werden, dass sich die Führungskräfte im Interesse der Eigentümer verhalten. Ist es da nicht legitim, dass Anleger von ihren Fondsgesellschaften Auskunft darüber verlangen, wie sie ihre Manager bezahlen? Wer weiss, vielleicht wirbt bald der eine oder andere Fonds in der Öffentlichkeit damit, dass er bei der Vergütung seiner Manager auch das eingegangene Risiko berücksichtigt.

Copyright © Neue Zürcher Zeitung AG

Silke Ber, Alexander Kempf und Stefan Ruenzi: "Determinanten der Mittelzuflüsse bei deutschen Aktienfonds", CFR-Working Paper 2005-11 (<http://www.cfr-cologne.de/downloads/workingpaper/cfr-05-11.pdf>). Erscheint in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 2007.