

Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ), *Sonderteil Investmentfonds*, 24. Mai 2006

Frankfurter Allgemeine Zeitung Investmentfonds Mittwoch, 24. Mai 2006 | Nummer 120 Seite B3

Riskante Spiele

Weil Anleger schlechte Fonds nicht bestrafen, entstehen Fehlanreize für Fondsmanager

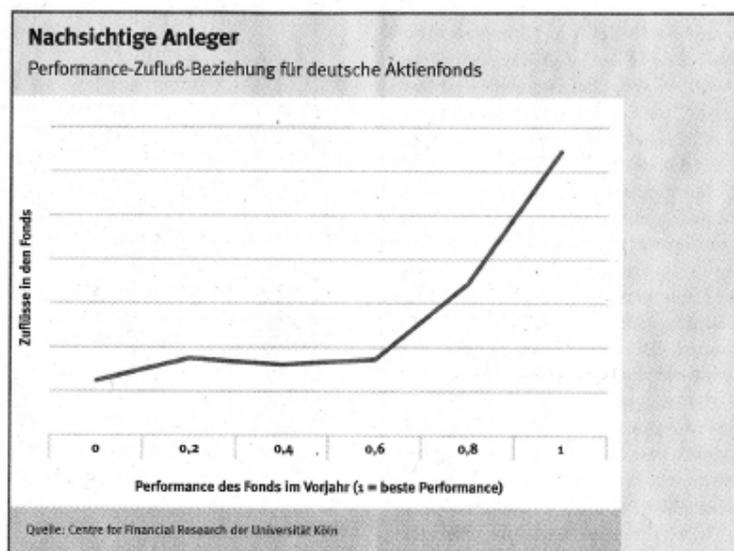
Von S. Ber, A. Kempf und S. Ruenzi

Wenn deutsche Anleger neue Fonds kaufen, dann investieren sie überwiegend in die letztjährigen Top-Fonds. Sie verkaufen aber nicht gleichzeitig die Verlierer in ihrem Depot. Dies ist das wesentliche Ergebnis einer neuen Studie des Centre for Financial Research (CFR) in Köln, bei der in Deutschland zugelassene Aktienfonds für die Jahre 1991 bis 2003 untersucht wurden. Das damit ermittelte Verhalten der Investoren ist aber nicht wirklich sinnvoll. So findet man kaum empirische Belege dafür, daß Fonds mit gutem Erfolg in der Vergangenheit auch gute Erfolge in der Zukunft erbringen. Das einzige, was belegt ist, ist die Tatsache, daß sehr schlechte Fonds weiterhin schlecht bleiben.

Warum also kaufen Anleger die Gewinner der Vergangenheit und verkaufen nicht die Verlierer? Der Kauf der Gewinner dürfte in erster Linie dem Erfolg der Werbung der Fondsgesellschaften geschuldet sein. Fondsgesellschaften bewerben

ihre Top-Fonds und verleiten Investoren damit zum Kauf dieser Fonds. Der Nicht-Verkauf der Verlierer dürfte dagegen darin begründet liegen, daß Fondsanleger die schlechte Performance der von ihnen gehaltenen Fonds verdrängen. Anleger geben in Befragungen systematisch eine viel zu gute Einschätzung bezüglich der Performance der von ihnen gehaltenen Fonds an. Sie sind sich schlicht nicht bewußt, daß sich ihre Fonds schlecht entwickelt haben, und sehen deshalb keinen Anlaß, diese zu verkaufen.

Nun könnte man es mit achselzuckendem Bedauern zur Kenntnis nehmen, wenn Anleger mit ihrem wenig sinnvollen Verhalten nicht die bestmögliche Performance mit ihrer Fondsanlage erzielen. Damit würde man aber ein wichtiges Problem übersehen: Durch das beschriebene Anlegerverhalten entstehen Anreize für Fondsmanager, die den Anlegern noch zusätzlich schaden. Betrachten wir hierzu den empirisch gefundenen Zusammenhang zwischen der Performance eines Fonds im Vorjahr und den aktuellen



Mittelzuflüssen in den Fonds. Dieser ist im Schaubild dargestellt. Man erkennt das oben beschriebene Anlegerverhalten: Gute Fonds ziehen neu angelegtes Geld an,

schlechte Fonds werden nicht durch Mittelabflüsse bestraft.

Welche Anreize entstehen hieraus für Fondsmanager? Betrachten wir einen

Fondsmanager, der im Laufe des Jahres eine mittlere Performance erzielt hat, also einen Performancerang von 0,5 erreicht. Wenn dieser Manager seine bisherige Anlagestrategie weiterverfolgt, so wird er wahrscheinlich auch am Jahresende einen mittleren Performance-Rang innehaben. Wählt er dagegen eine sehr riskante Anlagestrategie, dann verbessert er im Erfolgsfall seinen Rang bis zum Jahresende beispielsweise auf 0,8 oder verschlechtert seinen Rang im Nicht-Erfolgsfall beispielsweise auf 0,2. Für den Fondsmanager ist es besser, die riskante Strategie zu verfolgen. Im Erfolgsfall (Rang verbessert sich von 0,5 auf 0,8) steigert der Manager die Mittelzuflüsse in den Fonds deutlich und damit auch sein variables Gehalt.

Im Nicht-Erfolgsfall (Rang verschlechtert sich von 0,5 auf 0,2) leidet der Manager aber nicht nennenswert unter Mittelabflüssen. Der Manager sollte also – solange er noch kein Top-Fonds ist – das Risiko seines Fonds steigern. Ein solches Verhalten mag zwar aus Sicht des Fondsmanagers optimal sein, aber sicher nicht

aus Sicht der Investoren. Das Verhalten des Managers kann dazu führen, daß der Fonds Risiken eingeht, denen keine ausreichende erwartete Rendite entgegensteht. Eine Verschlechterung der Fondsperformance ist die Folge.

Wie können Fondsanleger diesem Problem nun begegnen? Die direkte – aber wahrscheinlich auch schwierigste – Lösung besteht darin, daß die Anleger ihr eigenes Verhalten so ändern, daß für Fondsmanager keine Anreize zu riskanten Spielen mehr bestehen. Dies setzt allerdings voraus, daß die Anleger bereit sind, nicht den Fondserfolg der Vergangenheit fortzuschreiben, und sich ihre Fehler bei früheren Anlageentscheidungen einzugestehen.

Solange dies nicht gelingt, sollten Anleger durch explizite Anlagerichtlinien und Risikobudgets den Spielraum von Fondsmanagern für riskante Spiele einzuschränken suchen. Außerdem empfiehlt es sich, nicht alleine auf die erzielte Rendite eines Fonds zu achten, sondern auch auf das Risiko, das der Manager eingegangen ist.

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.