

Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ), Seite 21, 17. April 2007

Der Fondsmarkt

Warum wir schlechte Fonds lieben

Zahlen haben etwas Magisches, sie geben uns ein Gefühl von Wahrheit und Sicherheit. Für die Fondsbranche zählen zwei Zahlen: die Wertentwicklung ihrer Produkte und die Mittelzuflüsse. Dabei geht man in der Regel davon aus, dass eine gute Wertentwicklung gute Mittelzuflüsse beschert. Denn: Verdient der Fondskäufer Geld, verdient auch die Fondsgesellschaft Geld, so die Überlegung. Grundsätzlich stimmt das, sagt Stefan Ruenzi vom Centre for Financial Research (CFR) an der Universität Köln. Das ist aber nur die halbe Wahrheit, glaubt der Wissenschaftler.

Zusammen mit seinen Kollegen Silke Ber und Alexander Kempf hat Ruenzi den Zusammenhang zwischen der Wertentwicklung von Fonds und den Mittelzuflüssen deutscher Fondsgesellschaften untersucht, und er kann die Einschätzung der Branche bestätigen: Fonds mit guter Wertentwicklung haben überdurchschnittlich hohe Mittelzuflüsse. „Die besten 20 Prozent der Fonds haben doppelt so hohe Mittelzuflüsse wie die restlichen Fonds“, sagt Ruenzi.

Keine Frage: deutsche Fondskäufer reagieren sensibel auf eine steigende Wertentwicklung – wobei dann die Frage angebracht sein muss, ob man einen Fonds nicht besser kaufen sollte, bevor er abhebt.

Doch richtig rund wird das Bild erst, wenn man auf die schlechtesten Fonds schaut, und hier hat Ruenzi einen erstaunlichen Befund: Die Wertentwicklung hat, statistisch gesehen, kaum Mittelabflüsse zur Folge. Schlechte Fonds werden für ihre Fehlleistungen durch die Anleger kaum mit Liebesentzug bestraft. Mit anderen Worten: Guten Fonds vertrauen viele Anleger gerne viel Geld an, sie ziehen ihr Geld aber nicht aus schlechten Fonds ab. Ökonomisch gesehen, könnten hohe Transaktionskosten erklären, warum Anleger nicht so schnell aus ihrem Fonds fliehen. Psychologische Erklärungsansätze stellen darauf ab, dass die verkaufsunwilligen Anleger deswegen nicht verkaufen, weil damit klar wäre, dass sie ein falsches Investment gemacht hätten – und wer will sich das schon eingestehen?

Möglicherweise ist auch die psychologisch gut dokumentierte Verlustaversion verantwortlich: Aus vielen Studien weiß man, dass Menschen Verliererreaktionen zu lange halten, weil sie Verluste hassen – und bereit sind, in Form von entgangener Ren-

dite dafür zu bezahlen, dass sie keine Verluste machen. Für den Fondsmanager ist diese Asymmetrie der Mittelabflüsse ein interessanter Anreiz: Fährt er ein riskantes Portfolio und gewinnt, hat er hohe Mittelzuflüsse, geht seine riskante Strategie nicht auf, wird er kaum mit Mittelabflüssen bestraft – eine Einladung zum Risiko.

Das Risiko eines Fonds selbst hingegen hat Ruenzi zufolge keinen Einfluss auf die Mittelzuflüsse – was entweder bedeutet, dass die Investoren sich für Risiken nicht interessieren oder aber diese nicht verstehen. Einfluss auf die Mittelzuflüsse haben die einmaligen Gebühren, also der Ausgabeaufschlag. Die laufenden Gebühren hingegen scheinen eine geringe Rolle bei der Entscheidung zu spielen. Offenbar unterschätzen Anleger die Kosten der so niedrig wirkenden Verwaltungsvergütung.

Doch nicht nur die Wertentwicklung und die Ausgabeaufschläge sind für Mittelzuflüsse verantwortlich, sagt Ruenzi. Es ist auch die Größe der Fondsgesellschaft, gemessen an ihrem verwalteten Vermögen. „Gesellschaften mit höherem Mittelvolumen haben signifikant höhere Mittelzuflüsse“, sagt Ruenzi. Allerdings kämpfen die großen Gesellschaften auch mit einem Problem: Anhand der Daten wies Ruenzi erstmals für Deutschland einen Kannibalisierungseffekt nach: Je mehr Fonds eine Gesellschaft in einem Segment anbietet, um so schwerer wird es für die einzelnen Fonds der Gesellschaft, höhere Mittelzuflüsse zu generieren. Wohlgedacht ist es nicht die Zahl der Fonds einer Gesellschaft insgesamt, sondern die Zahl der Fonds innerhalb eines Segments, die zu Kannibalismus innerhalb einer Fondsfamilie führt – die Fonds nehmen sich also gegenseitig die Anleger weg.

Wer also genauer auf die Zahlen blickt, findet immer wieder Überraschungen – mit praktischen Konsequenzen für künftiges Handeln. Für die Produktpolitik der Gesellschaften bedeuten Ruenzis Ergebnisse, dass man bei der Konzeption der Produktpalette beachten muss, wie groß die Überschneidungen in einzelnen Segmenten sind. Anlegern hingegen rät Ruenzi, stärker auf die Verlierer zu achten und sich von diesen zu trennen. Zahlen können also in der Tat Sicherheit und Objektivität vermitteln – aber nur, wenn wir sie richtig betrachten.

HANNO BECK



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>).

Veröffentlicht in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 2007.