

Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung, 29. April 2007

Das offene Geheimnis der Forscher

Nur wenige Aktienfonds schlagen den Markt. Das ist empirisch belegt. Doch Anleger geben die Hoffnung auf eine Extrarendite nur ungern auf.

Von Catherine Hoffmann

Vernunft beherrscht die Wirtschaft, denken viele Ökonomen. Doch wenn es um die Geldanlage geht, stellen wir uns oft recht dumm an. Die Suche nach der optimalen Anlagestrategie bereitet uns Kopfzerbrechen. Und das Resultat lässt oft zu wünschen übrig.

Die Fondsanlage ist ein gutes Beispiel. Allzu oft erliegen wir der Flut an Informationen, gutgemeinten Empfehlungen von Freunden oder verheißungsvollen Werbebotschaften. Meist dauert es nicht lange, bis wir von unserer Wahl enttäuscht sind. Trotzdem geben wir die Suche nach dem besten Fonds nicht auf, der uns überdurchschnittliche Gewinne beschert. Wissenschaftler halten das für ein hoffnungsloses Unterfangen. Die F.A.S. will es jetzt genau wissen und startet gemeinsam mit Martin Weber, Ökonom an der Universität Mannheim, eine Aktion: "Was wissen Sie über Fonds?".

Bislang attestieren die Forscher dem durchschnittlichen Anleger ein starkes Ego, aber eine schwache Rendite. Da ist es immerhin ein schwacher Trost, dass auch die Finanzprofis nicht schlauer sind. "Es gibt viele Studien, die sich damit befassen, wie gut Investmentfonds sind", sagt Finanzwissenschaftler Weber. "Das Ergebnis ist immer das Gleiche: Auf Dauer ist die Rendite aktiver Fondsmanager kleiner gleich der Marktrendite."

So kommen beispielsweise die Finanzmarktforscher Knut GRIESE und Alexander KEMPF von der Universität Köln zu der Einsicht, dass aktiv gemanagte Aktienfonds, die in deutsche Standardwerte investieren, im Zeitraum von 1980 bis 2000 deutlich schlechter abgeschnitten haben als passive Fonds, die einfach den Aktienindex abbilden.

**"Für Anleger sind jene Fonds am attraktivsten, die sehr aktiv gemanagt werden."
Martijn Cremers, Yale-Universität**

Ernüchternd ist auch eine vielbeachtete Studie zweier Professoren der Yale-Universität. Martijn Cremers und Antti Petajisto haben Tausende reinrassiger amerikanischer Aktienfonds untersucht und Daten aus den Jahren 1980 bis 2003 geprüft. Ihr wichtigstes Ergebnis: Nur den ganz aktiven Fondsmanagern gelingt es, ihre Benchmark, also die Messlatte für ihren Erfolg, zu schlagen. Sie erzielen vor Kosten eine Extrarendite im Vergleich zum Markt zwischen 2,0 und 2,7 Prozent im Jahr. Nach Kosten schrumpft diese Outperformance, wie es im Fachjargon heißt, auf 1,5 bis 1,6 Prozent - immerhin. Es gibt sie also doch, die kleinen Wunder der Geldvermehrung. Nur leider sind Wunder eben selten.

Alle Fonds, die nahe am Index kleben, sind vor Kosten logischerweise genauso gut wie der Markt. Und das ist die Mehrzahl. Nach Kosten verdienen Anleger mit ihnen allerdings 1,4 bis 1,8 Prozent weniger als mit der Benchmark - Jahr für Jahr. Insgesamt liefern Aktienfonds vor Kosten allerdings keine Outperformance. Wie auch? Schließlich sind die Tausende von aktiven Fondsmanagern ja nichts anderes als der Markt.

Aber was heißt schon aktiv? Die beiden Yale-Ökonomen haben ein neues Verfahren entwickelt, um zu ermitteln, wie mutig ein Manager ist, seinen eigenen Weg abseits breiter

Trampelpfade zu gehen. Dazu trennen sie das Fondsportfolio in einen aktiven und einen passiven Teil. Der aktive Teil des Depots sind all jene Aktienpositionen, die von der Benchmark abweichen.

„Für Anleger sind jene Fonds am attraktivsten, die am aktivsten gemanagt werden“, glaubt Studienautor Cremers. Sie sind am häufigsten unter kleinen Fonds zu finden, die wenig Geld verwalten. Große Fonds sind dagegen träge. Kritisch wird es ab einem verwalteten Vermögen von einer Milliarde Dollar.

Ärgerlich für Anleger: Die untersuchten Fonds wurden im Lauf der Jahre zunehmend passiver. Der Anteil der reinen Indexfonds stieg seit 1990 von einem auf 13 Prozent. Das größere Übel als die zumeist kostengünstigen Indexfonds ist für Anleger allerdings die wachsende Zahl von Fondsmanagern, die behaupten, aktiv zu agieren, tatsächlich aber nur einen Index nachbauen.

"Viele Investoren zahlen hohe Gebühren für den Trugschluss, die Vorteile eines aktiv gemanagten Investmentfonds zu erwerben, schreibt Petajisto. "Dabei haben sie meist nur einen Fonds im Portfolio, der in großem Umfang in den Index investiert und nur einen kleinen Teil des Geldes selbst managt." Der Anteil dieser Mogelpackungen hat seit 1980 von 1,5 Prozent auf 40 Prozent zugenommen. Gleichzeitig ist der Anteil der sehr aktiv gemanagten Fonds von 58 auf 28 Prozent gesunken.

Anleger werden aus dieser Studie und den vielen anderen wissenschaftlichen Untersuchungen, die zu einem ähnlichen Ergebnis kommen, ihre Konsequenzen ziehen. Einige haben bereits damit begonnen, ihr Geld aus behäbigen, aber teuren Fonds abzuziehen, um es den aktiven und hochrentablen Managern anzuvertrauen. Sparer achten heute stärker auf Chancen und Risiken ihrer Investments und flüchten schneller aus schlechten Fonds als früher. Das bestätigen auch die Investmentgesellschaften.

Viele milliardenschwere Fondsklassiker kämpfen unter dem Einfluss enttäuschender Renditen mit Mittelabflüssen. Gleichzeitig entdecken mehr und mehr Menschen die Vorteile kostengünstiger börsengehandelter Indexfonds, die sich gerade für Engagements auf etablierten Börsenplätzen und in Standardwerten anbieten. Ihre Rendite folgt sklavisch dem Index.

Anleger wissen aber auch, dass eine ungewöhnlich hohe Rendite vor allem auf Märkten zu erzielen ist, die noch nicht von Heerscharen von Analysten durchkämmt werden. "Aktien mit kleiner und mittelgroßer Marktkapitalisierung sind auch in den Industrieländern ein Dorado aktiver Fondsmanager", sagt Udo Rosendahl von der DWS. "Für die vielen aufstrebenden Aktienmärkte in Osteuropa, Asien und Lateinamerika gilt das ohnehin." Genau in solche Fonds strömt das Geld. Vielleicht sind die Anleger ja gar nicht so dumm.