

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 6, 1. Oktober 2012

Das Editorial „**Klartext: Eurosklerose 2.0**“ untersucht Parallelen zwischen der Situation in Europa nach der Ölkrise 1974 und der gegenwärtigen Eurokrise. Nach dem Zweiten Weltkrieg haben sich parallel zur Wirtschaftsentwicklung Phasen der Europa-Euphorie und Europa-Skepsis abgewechselt. Die fehlende Anpassungsbereitschaft an neue ökonomische Notwendigkeiten hat sowohl in den 70er Jahren wie auch heutzutage die wirtschaftliche Erholung behindert. Immerhin ist die Politik nicht mehr wie früher auf Konjunkturprogramme und Wettbewerbsbehinderungen ausgerichtet. Allerdings scheut sie nach wie vor konstruktive Maßnahmen zur Wirtschaftsförderung und damit zur dauerhaften Krisenüberwindung.

Die Analyse „**Warum sind so viele Investmentfonds so schlecht?**“ untersucht, warum Aktienfonds jedes Jahr im Durchschnitt ca. 2% schlechter als ihr Vergleichsindex abschneiden. Die Belastung mit direkten und indirekten Kosten wird transparent gemacht. Die verschiedenen Arten und Dimensionen indirekter Kosten sind in der Öffentlichkeit kaum bekannt. Dabei handelt es sich aber um signifikante Belastungsfaktoren. Mit ihnen kann erklärt werden, warum insbesondere sehr erfolgreiche Fonds nach einiger Zeit extreme Performanceprobleme bekommen. Insgesamt kommen wir zu dem Ergebnis, dass aktives Fondsmanagement für Investoren Werte schaffend ist. Die Anlageerfolge reichen aber nicht aus, um die enormen Kosten in einem Fonds auszugleichen.

Im Mittelpunkt des Beitrags „**Der Kay-Report und seine Bedeutung für Deutschland**“ steht ein Bericht des englischen Ökonomen John Kay an das britische Wirtschaftsministerium. Kay sollte die Funktionsweise des Aktienmarktes untersuchen und kam zu dem Ergebnis, dass diese grundlegend gestört ist. Als Hauptursache benannte er kurzfristiges Denken bei den meisten Investoren und Unternehmern. Er führte dies auf einen allgemeinen Vertrauensverlust sowie falsche Leistungsanreize zurück. Wir stellen fest, dass sich die Kernaussagen des Kay-Reports auch auf Deutschland übertragen lassen. Im Detail gibt es allerdings gravierende Unterschiede: Während bei deutschen Unternehmen sehr viel langfristiger gedacht und gehandelt wird als bei vielen britischen Konkurrenten, sieht es am Kapitalmarkt genau umgekehrt aus. Hier dominiert die kurzfristige Orientierung noch stärker als in Großbritannien.

Nach einem relativ kritischen Bericht zur Investmentfondsbranche scheint es als Kontrast angebracht, in der Kolumne „**Investmentfonds für Langfristanleger**“ zwei besonders gelungene Publikumsfonds vorzustellen: den Kapital Plus A von Allianz Global Investors sowie den Jyske Stable Strategy. Beide Fonds zeichnet eine stabile Performance bei außerordentlich guten Risikowerten aus.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Eurosklerose 2.0

Liebe Langfristanleger,

erinnern Sie sich noch an das Schlagwort Eurosklerose? Es wurde 1985 vom deutschen Ökonomen Herbert Giersch geprägt und setzt sich zusammen aus den Begriffen „Euro(pa)“ und „Sklerose“, medizinisch für die Verhärtung bzw. Verkalkung oder Verstopfung von Arterien, Organen, etc.

Der Begriff wurde verwendet zur Charakterisierung der Inflexibilität von Märkten, einer zögerlichen Anpassungsfähigkeit im Strukturwandel sowie einer trägen Reaktionsfähigkeit beim Auftreten exogener Störungen in europäischen Volkswirtschaften. Weiterhin wurde er zur Beschreibung der Politik in der Phase der sog. Europamüdigkeit zwischen 1974 und 1986 genutzt. In dieser Zeit wandten sich viele europäische Staaten in Reaktion auf die erste Ölkrise von den vorherigen Bestrebungen zur Öffnung der europäischen Märkte wieder ab und setzten wieder verstärkt auf nationale Alleingänge.



Inhalt:

Seite 4: Warum sind so viele Investmentfonds so schlecht?

Seite 13: Der Kay-Report und seine Bedeutung für Deutschland

Seite 19: Investmentfonds für Langfristanleger: AGI Kapital Plus A und Jyske Stable Strategy

Seite 21: Impressum, Anhang

Seite 24: Disclaimer

Die Periode nach dem Zweiten Weltkrieg war geprägt von einer Europa-Euphorie. Die Menschen begriffen, dass nationale Egoismen und degenerierter Patriotismus sie in den Abgrund geführt hatten. Der schrittweise Abschied vom souveränen Nationalstaat und die Einbindung von Ländern in Staatenbündnisse schienen Wege zur Verhinderung neuer Kriege und zu mehr Wohlstand zu sein. Organisationen wie die UNO, die NATO und auch die Europäische Union entstanden. Insbesondere die Vision einer europäischen Einigung wurde für viele Bürger zur konkreten Utopie für eine bessere Zukunft.

Mit der Ölkrise 1974 zerplatzten zumindest die wirtschaftspolitischen Illusionen. Das Zusammenwachsen der europäischen Wirtschaftsräume hatte zwar auf dem ganzen Kontinent einen beispiellosen Wirtschaftsaufschwung ermöglicht. Viele Strukturprobleme waren aber nicht gelöst, geschweige den überhaupt angegangen worden. Die Wirtschaftspolitik reagierte hilflos. Zuerst wurde vor allem auf Konjunkturprogramme gesetzt, wodurch Probleme wie die Arbeitslosigkeit nicht gelöst wurden, Staatsverschuldung und Inflation aber in vorher ungekannte Größenordnungen anschwellen. Strukturelle Probleme wurden nicht angegangen, im Gegenteil wurde zunächst versucht, durch Subventionierung oder sogar Verstaatlichung von eigentlich nicht lebensfähigen Unternehmen den Strukturwandel zu verhindern. Damit wurde die Krise weiter verschärft.

Dies änderte sich erst, als 1980 in den USA Ronald Reagan an die Macht kam. Mit seiner unkonventionellen Wirtschaftspolitik, die expansive Fiskalpolitik mit einer weitgehenden Liberalisierung von Märkten verband, gelang es ihm tatsächlich, die Wirtschaftsentwicklung wieder anzukurbeln. Die eiserne Lady Margaret That-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

cher ging in Großbritannien gnadenlos gegen die in den 70er Jahren besonders berüchtigten Spartengewerkschaften vor und legte so die Grundlage für eine Erholung der zutiefst von Lähmungserscheinungen geplagten britischen Wirtschaft.

Auch wenn die sozialen Folgen dieses Strukturwandels mit der Brechstange insbesondere in England tiefe Wunden hinterlassen haben, wurde so ebenfalls für andere Länder der Fahrplan für den Weg aus der Krise festgelegt. Nur mit einer deutlichen Verbesserung der Rahmenbedingungen für privatwirtschaftliche unternehmerische Aktivitäten waren eine nachhaltige wirtschaftliche Erholung und die Schaffung von sicheren Arbeitsplätzen möglich. Dennoch taten sich die kontinentaleuropäischen Staaten schwer, dem angloamerikanischen Vorbild zu folgen. Nicht nur die Gewerkschaften, auch viele etablierte Unternehmer profitierten von den existierenden Wettbewerbsbehinderungen und wollten keine wirklichen Änderungen.

Das Beharren auf überkommene Privilegien machte den Kern der Eurosklerose aus. Ähnliches sehen wir heute in Südeuropa. Die Menschen dort haben sich in den letzten 10 Jahren an ein komfortables Leben gewöhnt, das aber leider durch Kredite und Transfers aus dem Norden subventioniert war. Sie können nicht begreifen, was falsch gelaufen ist und fordern einem alten - und auch in Deutschland wohlbekannten - Reflex folgend, staatliche Hilfe anstatt auf Eigeninitiative zu setzen.

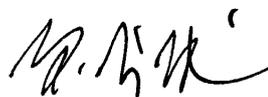
Außerhalb von Deutschland haben sich viele Menschen Angela Merkel und ihre Politik als Feindbild aufgebaut. Gerne bedienen sich die Politiker in den Krisenländern dem deutschen Sündenbock, um von den eigenen Fehlern abzulenken. Und bei uns wird wieder das Vorurteil vom faulen und verschwendungssüchtigen Südländer aus der Mottenkiste hervorgeholt. Populisten gewinnen mit ihren einfachen Parolen wieder zunehmend die Aufmerksamkeit der Medien.

Die erste Phase der europäischen Integration in den 50er und 60er Jahren des abgelaufenen Jahrhunderts hat zu einer übertriebenen Euphorie geführt und eine Vernachlässigung von Strukturproblemen mit sich gebracht. Ähnlich hat der Aufschwung nach der die Einführung des Euro die Europäer eingelullt. Die Ölkrise hat in den 70er Jahren schonungslos die Schwierigkeiten Europas offenbart; die Finanzkrise legt heutzutage drastisch die Ungereimtheiten der Eurozone offen.

Immerhin reagiert die Politik nicht mehr so grundlegend falsch wie vor 40 Jahren, als Besitzstandswahrung und Konjunkturprogramme im Vordergrund der Krisenbekämpfung standen. In der Gegenwart setzt man auf Sparsamkeit und geldpolitische Expansion. Dies mag helfen, die einseitige Bevorzugung von unproduktiven Staatsdienern verzerrt im Süden aber weiterhin die Arbeitsmärkte. Die bittere Medizin eines Abbaus von Privilegien will aber noch keine Regierung in einer ausreichenden Dosis verschreiben. Gerade dies wäre für eine grundlegende Verbesserung dringend erforderlich. Denn nur eine Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit und die Förderung von privaten Initiativen werden in Südeuropa die Krise wirklich beenden können.

Konzerne wie Inditex und Banco Santander aus Spanien oder Luxottica und Saipem aus Italien sind derzeit weltweit sehr erfolgreich und vielfach effizienter als nordeuropäische Wettbewerber. Dies zeigt, dass es in Südeuropa nicht an unternehmerischen Talenten mangelt. Es kommt jetzt darauf an, sie auch für ihre Heimatländer nutzbar zu machen. Dann, und nur dann, wird auch der Euro gerettet.

Viel Freude beim Lesen und viel Erfolg
bei der Kapitalanlage wünscht herzlichst Ihr



Warum sind so viele Investmentfonds so schlecht?

Von Karl-Heinz Thielmann

Auch zum Ende dieses Jahres wird es wieder soweit sein: Fondsstatistiken werden für das abgelaufene Jahr veröffentlicht, und diese werden als Ergebnis haben, dass bei europäischen Publikumsfonds innerhalb einer Kategorie ca. 80% ein Anlageergebnis haben, das schlechter ist als der jeweilige Vergleichsindex. Bei US-amerikanischen Fonds wird das Ergebnis etwas besser sein, aber auch hier werden wahrscheinlich nur ca. 30% ihren Vergleichsindex übertreffen.

Weitet man den Performancevergleich über mehrere Jahre aus, sinkt allerdings die Zahl der überdurchschnittlichen Fonds. Betrachtet man Zeiträume von mehr als 5 Jahren, sieht man nur noch wenige Publikumsfonds, die besser sind als ein Marktindex.

Eine weitere Auffälligkeit ist, dass in vielen Kategorien bei Aktienfonds der durchschnittliche jährliche Performancerückstand zum Vergleichsindex relativ konstant ca. 2% beträgt. Es gibt immer wieder Ausnahmen von der Regel, doch wiederholt sich im Großen und Ganzen jedes Jahr das gleiche Bild.

Woran liegt dies? Sind die Fondsmanager größtenteils unfähig? Dies fällt schwer zu glauben, wo sich doch so viele hoch qualifizierte Spezialisten in diesem Beruf tummeln, die zudem noch bevorzugten Zugang zu erstklassigen Informationsquellen haben. Oder haben die Anhänger der Theorie effizienter Märkte recht, die behaupten, dass Kurse nicht prognostizierbar sind, weil alle Informationen sofort im Preis verarbeitet werden. Dann würden Fondsmanager in ihrem Versuch, besser als die Märkte zu sein, ein aussichtsloses Spiel spielen. Allerdings spricht die augenscheinliche Erfahrung an den Finanzmärkten gegen die Theorie effizienter Märkte. Insbesondere die Krise von 2008 hat drastisch vor Augen geführt, wie ineffizient die globalen Finanzmärkte tatsächlich sind. Zudem gibt es einige Investoren, die es geschafft haben, über mehrere Jahrzehnte deutlich besser zu sein als ein Marktindex wie z. B. Warren Buffet, Peter Lynch oder Bill Miller. Die Frage ist allerdings: Warum gibt es nur so wenige?

Eine augenfällige Erklärung für die enttäuschende Wertentwicklung der meisten Investmentfonds ist die Kostenbelastung. Hierbei unterscheidet man zwischen den direkten und sichtbaren Kosten einerseits und den indirekten, auf den ersten Blick unsichtbaren Kosten andererseits.

Direkte Kosten bei Investmentfonds

Die sichtbaren Kosten für einen Investor bestehen aus seinen eigenen Transaktionskosten beim Kauf und manchmal auch beim Verkauf, den Transaktionsspesen innerhalb des Fonds sowie den laufenden Kosten, die sich vor allem aus der Verwaltungsvergütung und den administrativen Gebühren ergeben.

Die Transaktionskosten bei Investmentfonds können verglichen mit anderen Wertpapieranlagen relativ hoch sein. Kauft man seinen Fonds direkt bei der Investmentgesellschaft, einem Finanzvertrieb oder einer Bank, so fällt i.d.R. ein sog. Ausgabeaufschlag an, der bis zu 5% der Anlagesumme betragen kann. Viele Fonds sind allerdings inzwischen börsengehandelt und man kann sie an der Börse zu Spesen erwerben, die nur einen Bruchteil des Ausgabeaufschlags betragen. Hier muss der Anleger aber beachten, dass zwischen An- und Verkaufskurs oft beachtliche Spannen bestehen.

Die Erwerbskosten belasten zwar den Anleger, werden aber in Performancestatistiken normalerweise nicht ausgewiesen. Dies hat zum einen damit zu tun, dass diese Kosten vom Fondsmanagement nicht beeinflusst

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

werden können, sondern sich aus dem Vertrieb ergeben. Zum anderen sind Ausgabeaufschläge uneinheitlich und verlieren zunehmend an Bedeutung. Direktbanken ermäßigen sie oder erlassen sie ihren Kunden ganz. Bei großen Privatanlegern ist der Ausgabeaufschlag Verhandlungssache; institutionelle Anleger zahlen keinen Aufschlag.

Direkte Kosten innerhalb der Fonds ergeben sich auch aus den Transaktionsspesen, der Verwaltungsvergütung für den Fondsmanager sowie aus den administrativen Aufwendungen.

Die Transaktionsspesen hängen relativ stark davon ab, wie oft ein Fonds umschichtet und ob er viele Mittelzuflüsse oder -abflüsse hat. Messgröße für die Umschichtungen ist der Umschlagfaktor. Bei langfristig ausgerichteten Fonds ohne Mittelbewegungen liegt dieser Faktor i.d.R. bei ca. 20% p.a.; die durchschnittliche Verweildauer eines Wertpapiers ist 5 Jahre. Bei den meisten Fonds liegt der Umschlagfaktor allerdings bei 150% p.a. bis 200% p.a. Bei diesen Fonds können die Transaktionskosten sehr performancerelevant werden.

Ein Faktor bei der Verursachung zu vieler Transaktionen dürfte der bei vielen Fondsgesellschaften vorherrschende Investmentstil des sog. "Enhanced Indexing" sein. Das Anlageziel des Fonds wird durch die Wahl eines Marktindex definiert. Der Fondsmanager soll durch das kontrollierte Eingehen von Abweichungen gegenüber diesem Marktindex Zusatzperformance generieren. Das Problem dabei ist, dass Fondsmanager nicht nur langfristig beurteilt werden, sondern ihre Performance vor allem kurzfristig gemessen und bewertet wird; bei einigen Fondsgesellschaften sogar täglich. Sie sind damit irrationalen Kursschwankungen hilflos ausgeliefert, weil bei kurzfristigen Performanceabweichungen sofort Druck von internen Risikomanagern und Vorgesetzten aufgebaut wird, sich wieder an den Index anzupassen. Insofern werden viele Erfolg versprechende Wetten vorzeitig zurückgefahren, was einerseits erhöhte Transaktionskosten bedeutet, andererseits aber auch die Festschreibung von Werteinbußen. Viele Fondsmanager resignieren aber auch und verzichten ganz auf signifikante Abweichungen zum Index. Die Fondsgesellschaften kassieren aber dann auch weiterhin hohe Gebühren für aktives Management, selbst wenn dies eigentlich nicht mehr erfolgt.

Ein wichtiges Instrument zur Verminderung der Transaktionskosten ist der sog. Programmhandel geworden. Hierbei werden große Aktienkörbe mit Brokern gehandelt, die ihr Risiko über Derivate absichern. Hierdurch sind sie in der Lage, sowohl günstige Spesen wie auch gute Ausführungskurse zu garantieren. Insbesondere Indexfonds machen von dieser Möglichkeit Gebrauch, aber auch für die meisten aktiven Fonds ist es inzwischen üblich geworden, bei Umschichtungen oder auch bei größeren Mittelbewegungen den Programmhandel einzusetzen.

Banken hatten ihre Fondsgesellschaften ursprünglich gegründet, um ihre Handelsabteilungen mit Aufträgen zu versorgen. Inzwischen haben sich aber viele der großen Investmentgesellschaften von ihren Müttern emanzipiert und stehen nicht mehr unter dem Druck, Provisionseinnahmen für ihre verbundene Handelsabteilung generieren zu müssen. Bei einigen kleineren Banken sieht es aber noch anders aus, hier steht das Fondsmanagement nach wie vor in der Pflicht, permanent Gebühren zu produzieren und wird daher zu vielen überflüssigen Transaktionen verleitet.

Allerdings hat die Bedeutung der reinen Handelskosten inzwischen abgenommen. Der Provisionsatz ist i.d.R. inzwischen auf niedrige Promillesätze geschrumpft, kann aber bei bankabhängigen Vermögensverwaltern auch noch etwas höher liegen. Insgesamt erscheint die Annahme einer jährlichen Belastung der Fonds durch direkte Transaktionskosten in Höhe von 0,2% bis 0,3% realistisch, in Ausnahmefällen wird mehr erreicht.

Wichtigster Kostenblock bei den direkten Kosten ist die Verwaltungsvergütung. Sie gilt als eigentliche Entlohnung des Fondsmanagers. Allerdings hat die abnehmende Bedeutung von Ausgabeaufschlägen dazu geführt, dass Vertriebspartner an ihr beteiligt werden. Als Faustregel kann man derzeit sagen, dass die

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Verwaltungsvergütung bei Aktienfonds jährlich ungefähr 1% bis 2% des Nettoinventarwertes beträgt. In der Regel verbleibt ca. die Hälfte hiervon beim Fondsmanager und die andere Hälfte fließt an den Vertrieb zurück.

Diese Beteiligung des Vertriebs an den Verwaltungskosten hat zwei positive Aspekte gehabt: Zum einem wird er am langfristigen Erfolg des Fonds beteiligt. Damit hat er grundsätzlich einen Anreiz, möglichst gute Fonds zu verkaufen. Eine Entlohnung des Vertriebs mit Ausgabeaufschlägen verführte früher oft dazu, dass Kunden zu überflüssigen Transaktionen verleitet wurden. Dies wird mit einer Umstellung auf die Beteiligung an der Verwaltungsvergütung vermieden. Darüber hinaus werden die Vertriebskosten in die Performancerechnung einbezogen, damit quasi in Performancevergleichen sichtbar und für auch den Kunden vergleichbarer. Andererseits muss man natürlich auch festhalten, dass der Vertriebsanteil zu einer strukturellen Erhöhung der Grundkosten geführt hat, die insbesondere für Langfristanleger nachteilig ist.

Ein weiterer fester Block bei den direkten Kosten sind die administrativen Kosten. Hierzu gehören neben der Depotbankvergütung die auf den Fonds bezogenen Verwaltungskosten. Weiterhin enthalten sind Aufwendungen, die sich aus den Verpflichtungen der Fondsgesellschaft ergeben, sich regelmäßig von einem Wirtschaftsprüfer testieren zu lassen. Anleger werden dann in Pflichtveröffentlichungen über ihre Aktivitäten zu informiert. Diese Kosten dienen letztlich dem Anlegerschutz und sind unbedingt notwendig. So gab es unseres Wissens nach bei in Deutschland oder der Schweiz zugelassenen Publikumsfonds schon sehr lange keinen Skandal mehr über die Veruntreuung von Fondsgeldern, lediglich sehr wenige Beanstandungen wegen missbräuchlicher Verwendung einiger Mittel. In anderen schwächer regulierten Bereichen wie geschlossenen Fonds, Hedgefonds oder Managed Accounts werden hingegen immer wieder schwere Betrugsfälle bekannt.

Ein zunehmend umstrittener Punkt bei den Verwaltungsgebühren sind sog. Performancefees, also Zusatzgebühren, die bei besonders guter Wertentwicklung fällig werden. Die Grundidee hinter den Performancefees ist richtig, nämlich den Fondsmanager ähnlich wie bei Hedgefonds an einer außergewöhnlich guten Entwicklung auch finanziell zu beteiligen. Allerdings ist die praktische Umsetzung bei vielen Fondsgesellschaften mehr als problematisch. Zum einen orientiert sich die Performancevergütung i.d.R. an einem Jahr. Dies ist aber für Langfristanleger viel zu kurz, zumal die Kursentwicklung von Aktien erfahrungsgemäß sehr stark schwanken kann. Eine solch kurze Frist fördert das Eingehen von kurzfristigen Risiken zulasten einer langfristigen Positionierung. Während Hedgefonds ihre Performancevergütung an der absoluten Wertentwicklung orientieren, sind viele Publikumsfonds an der relativen Entwicklung zu einem Index ausgerichtet. Dieser Ansatz mag zwar aus Sicht des Fondsmanagers gerechter sein, weil er sich an der tatsächlichen Managementleistung relativ zu einer Benchmark orientiert, aus der Sicht des Kunden kann dies aber dazu führen, dass er auch in absoluten Verlustjahren Performancefee zahlen muss. Weiterhin fehlt bei vielen Fonds eine ausreichende Regelung zur Verrechnung zwischen Jahren, in denen der Fonds sein Performanceziel schafft mit den Jahren, in denen er sein Ziel verfehlt.

Derzeit kann deshalb jedem Anleger vom Engagement in einem Fonds mit Performancefees dringend abgeraten werden, es sei denn, er studiert vorher eingehend das Kleingedruckte im Fondsprospekt.

Als Maß zur Bestimmung der Kostenbelastung wird oftmals die sogenannte Gesamtkostenquote TER (Total Expense Ratio) verwendet. Sie erfasst alle Kosten, die sich aus der laufenden Verwaltung des Fonds ergeben. Diese Kosten werden über ein Geschäftsjahr ermittelt und durch den durchschnittlichen Nettoinventarwert des Fonds während dieses Jahres geteilt. Nicht erfasst werden allerdings Transaktionskosten sowie die indirekten Kosten. In einigen Ländern werden auch Performancefees herausgerechnet. Insofern ist der Begriff eigentlich irreführend, da er 1) nur den offensichtlichen Fixkostenanteil beinhaltet und 2) bei Fonds mit hohen Mittelbewegungen oder Umschichtungen nur einen Bruchteil der tatsächlichen Kosten erfasst.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

In den USA ist die Kostenbelastung durch Verwaltungsaufwendungen grundsätzlich niedriger als in Europa, was auf das stärkere Kostenbewusstsein von Anlegern zurückgeführt werden kann. Darüber hinaus werden mehr Anlagegelder durch von Banken unabhängige Fondsgesellschaften verwaltet, die erfahrungsgemäß eine sehr viel größere Rolle auf die Minimierung der Kosten legen. Diese beiden Faktoren erklären relativ gut, warum amerikanische Fonds normalerweise etwas besser sind als ihre europäischen Wettbewerber. Allerdings sollte dies keinen europäischen Anleger dazu verleiten, jetzt grundsätzlich amerikanische Produkte zu bevorzugen. Die großen amerikanischen Fondsgesellschaften haben extra für ihre europäischen Kunden Tranchen mit "europäischen" Gebühren aufgelegt, um vom niedrigen Wettbewerb in Europa zu profitieren.

Indirekte Kosten bei Investmentfonds

Indirekte Kosten sind Belastungsfaktoren für die Wertentwicklung, die sich durch das Marktumfeld oder das Handeln des Fonds bzw. der Anleger ergeben.

Hierzu zählen zum einen die indirekten Handelskosten, die sich aus dem Unterschied zwischen An- und Verkaufskursen (Geld Brief Spanne bzw. Bid Ask Spread) bei Wertpapierhändlern ergeben. Diese sind allerdings je nach Liquidität des Wertpapiers sehr unterschiedlich. Dennoch dürfte ihre Bedeutung inzwischen genauso hoch sein wie diejenige der offen ausgewiesenen Transaktionskosten. Bei kleinen und illiquiden Aktien dürfte diese Handelsspanne sogar wichtiger sein. Eine Studie des amerikanischen Professors Richard B. Evans (<http://www.darden.virginia.edu/web/Faculty-Research/Directory/Full-time/Richard-B-Evans/>) schätzt in den USA die Kostenbelastung durch Handelsspannen mit ca. 0,13% je Transaktion als ungefähr genau so hoch ein wie die Belastung durch direkte Transaktionskosten. In Europa dürfte die Zahl etwas höher sein.

Eine weitere Art von indirekten Kosten ist der sogenannte Market Impact. Größere Fonds verändern mit ihren Orders die Angebots-/Nachfragerelationen an den Märkten. Wissen Wertpapierhändler, dass ein großer Fonds auf der Käuferseite ist, erhöhen sie ihre Preise. Das Umgekehrte geschieht bei Verkäufen.

Bei sehr kleinen Werten lässt sich der Market Impact auch durch die Fondsmanager für die Manipulation von Kursen nutzen. In der Vergangenheit gab es einige Beispiele von Small Cap Fonds, die ihrer Performance durch Beeinflussung von Kursen nachgeholfen haben. Diese Manipulationen funktionieren meist aber nur kurzfristig und haben i.d.R. fatale Folgen für die langfristige Performance.

Das Problem des Market Impact hat sich in den vergangenen Jahren durch autonome Handelsprogramme von High Frequency Tradern verschärft. Inzwischen gibt es Algorithmen, die systematisch die Aktienmärkte nach Auffälligkeiten durchsuchen, die sich aus großen Orders ergeben. Diese Algorithmen setzen sich auf einen durch eine Order erzeugten kurzfristigen Trend drauf und verstärken dann den Market Impact. Die Belohnung für den Algorithmus besteht in einer Abschöpfung der erhöhten indirekten Handelskosten, geschädigt wird der Fondsanleger.

Der bereits erwähnte Richard B. Evans hat für den Market Impact eine Größenordnung von durchschnittlich 0,49% je Transaktion ermittelt. Auch hier ist in Europa tendenziell von einem etwas höheren Wert auszugehen. Der Market Impact wäre nach den Ergebnissen von Prof. Evans ungefähr doppelt so wichtig wie ausgewiesene Transaktionskosten und Handelsspanne zusammengenommen.

Weitere indirekte Kosten sind diejenigen Belastungen, die sich durch die mittelbaren Auswirkungen von Mittelbewegungen auf die Fondsperformance ergeben. Das Problem hierbei ist, dass Anleger mit ihren Aktionen Kosten verursachen, die aber nicht von ihnen allein getragen werden, sondern mit einer gewissen Verzögerung von der Gesamtheit der Anteilsbesitzer.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Diese Kosten ergeben sich aus der Tatsache, dass Fondspreise unabhängig davon ermittelt werden, zu welchem Zeitpunkt und zu welchen Kosten angelegte Mittel investiert werden bzw. für abgezogene Mittel Liquidität geschaffen wird.

Der Wert eines Anteils ergibt sich aus dem Gesamtvermögenswert zum Bewertungszeitpunkt geteilt durch die Summe aller Anteile. Die Zahlen zu Käufen und Rückgaben von Fondsanteilen werden täglich gesammelt und dann an den Fondsmanager weitergegeben. Dies dauert einige Stunden bis zu einem Tag. Erwirbt ein Anleger neue Anteile, so kann der Fondsmanager das neue Geld erst mit einer gewissen Verzögerung anlegen. Genauso kann er die Liquidität für Rückzahlungen erst mit Verzögerung schaffen, wenn der Anleger seine Anteile zurückgibt.

Da sich Anleger oftmals prozyklisch verhalten, d. h. in steigende Kurse kaufen und in fallende Kurse verkaufen, hat der Fondsmanager i.d.R. das Problem, dass er die Kundenorders zu ungünstigeren als den Bewertungskursen ausführen muss. Hinzu kommen dann noch die direkten und indirekten Transaktionskosten.

Steigt ein Anleger neu bei einem Fonds ein, werden die Kosten seines Einstiegs auf alle Anteilsinhaber des Fonds verteilt. Je früher ein Anleger sich also bei einem Fonds engagiert, desto mehr Kosten von anderen Investoren muss er tragen. Bei Zuflüssen macht dieser Effekt normalerweise neu aufgelegten Fonds stark zu schaffen. Er kann sich auch gravierend auswirken, wenn bei steigenden Märkten starke Mittelzuflüsse kommen.

Ich selbst habe aus meiner beruflichen Praxis ein Beispiel dokumentiert, bei dem ein populärer Publikumsfonds im Laufe eines Jahres bei steigenden Kursen starke Mittelzuflüsse hatte. Im Vergleich mit einem identisch strukturierten Spezialfonds, der keinerlei Mittelbewegungen verzeichnete, wies er am Jahresende eine um 11,5% schlechtere Wertentwicklung aus. Insbesondere in den Monaten mit starken Mittelzuflüssen weitete sich die Performancedivergenz stark aus. Nur ca. 10% des Performanceunterschiedes ließen sich durch die abweichende Belastung mit Verwaltungskosten erklären. Ungefähr 90 % der Abweichung sind auf Transaktionskosten und indirekte Kosten zurückzuführen. Leider lassen sich die einzelnen Faktoren analytisch nicht weiter genau aufgliedern. Allerdings ist zu vermuten, dass die Hauptursache für den Performanceunterschied war, dass in einen steigenden Markt hinein gekauft wurde, d. h. der Fondsmanager fast immer zu höheren Kursen investieren musste, als vorher die Fondsanteile verkauft wurden. Da vorwiegend relativ liquide Aktien gehandelt wurden, spielten die erhöhten Transaktionskosten und der Market Impact wahrscheinlich nur eine Nebenrolle.

Noch gravierender kann sich dieser Effekt bei Abflüssen auswirken, speziell bei umfangreichen. Da bei Rückgaben die Bewertung und Rückzahlung der zurückgegebenen Fondsanteile zuerst erfolgt, die Wertpapierverkäufe aus dem Fonds aber erst später vorgenommen und verbucht werden, tragen die Kosten voll die im Fonds verbliebenen Anleger. Ihre Performance verschlechtert sich, während der Fondsverkäufer als Verursacher nicht belastet wird. Dieser Effekt ist umso höher, je größer die Abflüsse sind. Hohe Mittelabflüsse können einen Teufelskreis für Fonds verursachen: Sie beeinflussen die Performance negativ, was wiederum mehr Anleger zum Abspringen bringt. Wenn die Abflüsse in Relation zum Fondsvolumen immer größer werden, wird dann auch das Performanceproblem immer größer.

Die hohen indirekten Kosten durch Mittelzuflüsse und -abflüsse dürften die Hauptursache dafür sein, dass viele erfolgreiche Fonds nach mehreren Jahren Performanceprobleme bekommen. Wenn kurzfristig orientierte Anleger anfangen, ihr Geld abzuziehen, fallen diese Fonds immer weiter zurück. Darüber hinaus werden Fonds mit hohen Zuflüssen irgendwann einmal zu groß und unflexibel. Performancerelevante Transaktionen erreichen dann ein Volumen, mit dem der Kurs der gehandelten Aktien deutlich beeinflusst wird. Der Erfolg

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

der Vergangenheit wird dann für diese Fonds zum Fluch: Zuerst erodieren die massiven Mittelzuflüsse die Basis des Erfolgs, die später folgenden Mittelabflüsse zerstören die Performance dann endgültig.

Diese Entwicklung hat insbesondere mit der Tendenz vieler Investoren zu tun, Fonds zu bevorzugen, die in der jüngsten Vergangenheit überdurchschnittlich waren. Dieses Verhalten wird durch das Marketing der Finanzvertriebe, aber auch durch die Performanceanalysen von Investmentconsultants verstärkt, die vergangene Performance als Indikator für zukünftige Performance herausstellen. Grundsätzlich ist die Überlegung richtig und hat sich in vielen Bereichen des Lebens bewährt, lieber auf die Gewinner zu setzen. Bei Fonds ist aber das Problem, das Investor und Fondsmanager interaktiv sind: Belohnen Investoren eine gute Performance mit Mittelzuflüssen, verschlechtern sie gleichzeitig die Voraussetzungen für die Fortsetzung der überdurchschnittlichen Wertentwicklung. Ungeduldige Anleger können mit ihren Mittelabflüssen die Performance signifikant beschädigen. Je größer die Summen sind, die in Relation zum Fondsvolumen bewegt werden, um so geringer sind die Aussichten für den Manager, seine guten Zahlen zu halten.

Empirische Studien aus den USA und Großbritannien zeigen für die Zeit vor 2000, dass hier tatsächlich ein Zusammenhang zwischen vergangener und zukünftiger Performance gegeben war. Dieser Zusammenhang scheint jedoch inzwischen verloren gegangen. Unserer Vermutung nach - leider sind hierzu keine Zahlen öffentlich zugänglich, die unsere These belegen oder widerlegen könnten - liegt dies am wachsenden Einfluss der Dachfonds und Investmentfondsvermögensverwaltungen, die ihr Anlagekapital immer schneller zwischen den einzelnen Fonds hin und her schieben und damit gewaltige indirekte Kosten induzieren.

Sie sollen eigentlich Kleinanlegern die Vorteile eines auf die jeweilige Risikoklasse zugeschnittenen professionellen Anlagemanagements ermöglichen. Empirisch gesehen lässt sich allerdings nicht belegen, dass der durchschnittliche Dachfonds oder Investmentfondsvermögensverwalter einen Zusatznutzen zu einem ähnlich strukturierten Mischfonds erzielt. Im Gegenteil sind diese Dachfonds i.d.R. etwas schlechter, und die Performancedifferenz entspricht in etwa den zusätzlichen Kosten durch das Dachfondsmanagement bzw. den Vermögensverwalter.

Allerdings sichten Dachfonds und Vermögensverwaltungen mit Investmentfonds ihre Fondsanteile sehr viel häufiger um als normale Privatanleger. Weiterhin bewegen sie sehr viel größere Summen. Ihre Aktionen werden dem Fondsmanagement oftmals nicht rechtzeitig oder manchmal auch überhaupt nicht angekündigt, sodass eine kostengünstige Implementierung mittels Programmhandel oft nicht möglich ist. Dies macht die Steuerung der Liquidität durch den Fondsmanager unkontrollierbar.

Mir selbst ist aus meiner beruflichen Praxis ein Beispiel bekannt, bei dem eine Vermögensverwaltung mit Investmentfonds ca. 70% des Volumens eines Schwellenländer-Fonds an einem Tag abzog. Der Abzug wurde zwar vorher angekündigt, allerdings war das Timing extrem unglücklich, weil ein Tag mit sehr nervösen Märkten gewählt wurde, an dem die Kurse stark ins Rutschen kamen und die Verkäufe einen deutlichen Market Impact hatten. Der Fondsmanager war gezwungen, in fallende Märkte zu verkaufen und konnte nur deutlich niedrigere Kurse erzielen, als der Rückgabepreis implizierte. Die Performance brach an diesem Tag sowohl absolut wie auch relativ zum Vergleichsindex ein. Die Kosten der Rückgabe wurden voll auf die verbliebenen Investoren verteilt. Der Track Record des Fondsmanagers wurde ohne seine Schuld auf Jahre hinaus ruiniert.

Gerade für Dachfondsmanager besteht ein hoher Anreiz zu überflüssigen Transaktionen. Wenn sie eine einmal gefundene langfristig angemessene Struktur mit Fonds umsetzen, sind sie danach eigentlich überflüssig. Um ihre Existenz gegenüber ihrem Arbeitgeber zu rechtfertigen, sind sie daher gezwungen, sich permanent neue Umschichtungsgründe als Rechtfertigung für ihren Arbeitsplatz auszudenken.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Auch der zunehmende Verzicht auf Ausgabeaufschläge hat in Hinblick auf die Mittelbewegungen eine unangenehme Nebenwirkung gehabt: Fonds erfreuen sich steigender Beliebtheit bei kurzfristigen Investoren. Kauft ein Trader beispielsweise eine Aktie und verkauft sie wieder drei Tage später, so hat dies keine Konsequenzen für die gehandelte Aktie. Wird hingegen ein Fonds gehandelt, so ist der Fondsmanager gezwungen zu agieren: Er muss erst kaufen und dann drei Tage später wieder verkaufen. Die direkten und indirekten Kosten aus diesen Transaktionen werden wie gehabt auf das Fondsvermögen aufgeteilt, die Gesamtperformance geschädigt. Diese Schäden durch Trading sind jeder für sich kaum wahrnehmbar, können sich aber aufsummieren, insbesondere wenn größere Volumen betroffen sind.

Mir ist sogar ein Fall bekannt, bei dem der Eigenhandel einer kleineren Privat-Bank die Fonds des eigenen Hauses für Spekulationsgeschäfte genutzt hat. Hierbei wurde auch noch der Effekt ausgenutzt, dass die offiziellen Bewertungskurse des Fonds (z. B. für US-Aktien) manche Marktbewegungen verzögert reflektierten, sodass der Händler quasi zu garantierten Vortageskursen einkaufen konnte. Auf Kosten der Fondsvermögen der eigenen Kunden wurden so relativ risikofrei Eigenhandelsgewinne erzielt.

Bei börsengehandelten Indexfonds hat man das Problem indirekter Kosten durch Mittelbewegungen entschärft, indem zwischen Anleger und Fondsgesellschaft ein Market Maker dazwischengeschaltet wurde, der Fonds in großen Blöcken von der Investmentgesellschaft erwirbt. Damit kann die Fondsgesellschaft ihre Mittelbewegungen über Handelsprogramme umsetzen. Der Market Maker kauft und verkauft die Fonds dann an die Anleger in kleineren Stückzahlen, sein Abnahmerisiko wird über Derivatgeschäfte abgesichert.

Fazit:

Ein Fondsmanager, der heutzutage antritt, um seinen Marktindex zu schlagen, gleicht einem Marathonläufer, dem noch zusätzliche Bleigewichte angehängt werden. Dazu wird von ihm erwartet, dass er nicht nur am Ende vorne liegt, sondern auch noch jeden Abschnitt für sich entscheidet. Wenn er es schafft, eine Teilstrecke zu gewinnen, bekommt er noch zusätzliche Gewichte angehängt; wenn er stark zurückfällt, ebenfalls. Wenn sich für die Gesamtheit der Fonds dann hieraus eine Tendenz zur Mäßigkeit ergibt, sollte dies eigentlich niemanden wundern.

Die sichtbaren fixen Kosten dürften im Moment bei europäischen Aktienfonds im Durchschnitt ca. 2% p.a. betragen. Hinzu kommen noch Transaktionskosten durch Gebühren, Handelsspanne und Market Impact in Höhe von ca. 1,5% p.a. Die impliziten Kosten aufgrund von Mittelbewegungen variieren stark von Fonds zu Fonds. Als Faustregel kann man aber sagen: Je erfolgreicher ein Fonds in der Vergangenheit war, um so ausgeprägter sind die Mittelbewegungen und umso stärker ist er belastet. Zuverlässige Schätzungen oder Messungen liegen uns nicht vor. Nach Gesprächen mit Insidern der Fondsindustrie gehen wir allerdings davon aus, dass diese Kosten derzeit im Normalfall 0,5% bis 2% p.a. ausmachen. Sie können bei populären Fonds wie in dem im Text erwähnten Beispiel aber noch sehr viel höher liegen.

Insofern muss der durchschnittliche Fondsmanager jedes Jahr mindestens ca. 4% seines Fondsvolumens an Kosten aufholen, praktisch eine unmögliche Aufgabe. Wenn wir eine durchschnittliche Underperformance von 2% p.a. bekommen, heißt dies effektiv, dass die Fondsmanager durch ihre Leistung vor Abzug der Kosten noch mindestens ca. 2% Outperformance gerettet haben.

Entgegen einem weitverbreiteten Vorurteil schaffen Fondsmanager es also, Mehrwert für ihre Kunden zu schaffen. Dieser reicht aber nicht aus, um die Kostenbelastung aufzuholen. Eine Performanceverbesserung für die Industrie ist nur möglich, wenn Banken und Fondsgesellschaften ihre Publikumsfonds nicht mehr als

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Melkmaschinen für Kundenvermögen ansehen. Die Ausgestaltung vieler Performancefees in den vergangenen Jahren lässt dieses Verständnis allerdings nicht erkennen, ganz im Gegenteil. Performancefees sind ein gutes Beispiel dafür, wie eine an sich gute Idee durch ihre praktische Ausgestaltung negativ wirkt. Ein weiteres Beispiel für die kontraproduktive Umsetzung einer an sich guten Idee sind Dachfonds und Vermögensverwaltungen mit Investmentfonds. An sich ist nichts dagegen zu sagen, Kleinanlegern ein Finanzinstrument anzubieten, bei dem ihnen die konkrete Anlageentscheidung zur Diversifikation ihrer Investments abgenommen wird. Allerdings haben sich viele Dachfonds und Vermögensverwaltungen mit Investmentfonds bei der Performance traditionellen Mischfonds unterlegen gezeigt. Sie tendieren zu überflüssigen Umschichtungen, mit denen sie sowohl die eigene Performance ruinieren wie auch überflüssige Kosten für die Fonds induzieren, in denen sie anlegen.

Das grundsätzliche Problem, dass die Kosten von Zu- und Abflüssen andere Anleger belasten als diejenigen, die sie verursachen, ließe sich lösen, indem man zur Abdeckung der Handelskosten für Ein- und Ausstieg eine Gebühr verlangen würde, die dem Fondsvermögen gutgeschrieben wird. Dies würde aber eine Kulturrevolution bei Vertriebsorganisationen und Investmentfirmen voraussetzen, für die es derzeit völlig undenkbar ist, anfallende Gebühren nicht selbst einzusacken.

Wesentlich entschärft werden könnte das Problem der indirekten Kosten, wenn beim Fondsvertrieb grundsätzlich ein Market Maker eingeschaltet wird, der die Fonds zu vorab vereinbarten Volumen und Zeitpunkten von der Fondsgesellschaft kauft oder an diese zurückgibt. Dies würde dem Fondsmanager erlauben, bei Mittelbewegungen den Bewertungszeitpunkt und die Wertpapiertransaktionen besser zu synchronisieren. Zudem könnte der kostensparende Programmhandel öfters eingesetzt werden. Bei börsengehandelten Indexfonds ist diese Vorgehensweise üblich, bei aktiv gemanagten Publikumsfonds die Ausnahme. Dies liegt in den Interessen der traditionellen Fondsvertriebe begründet. Die Zwischenschaltung eines Market Makers und der Verkauf über die Börse würde sie schlicht und einfach überflüssig machen.

Weiterhin wäre grundsätzlich ein transparenterer Umgang mit dem Thema Kosten wünschenswert. Hierzu würde zuallererst gehören, dass man die Gesamtkostenquote umbenennt in Fixkostenquote und versucht, die übrigen Kosten besser aufzubereiten. Allerdings ist in Deutschland inzwischen der von uns bemängelte Gebrauch des Wortes Gesamtkostenquote in § 41 Investmentgesetz rechtlich vorgeschrieben, was eine umfassende Kostendarstellung nicht einfacher macht.

Man könnte alle Kosten sichtbar machen, wenn man Fondsmanager dazu verpflichtet, parallel zum tatsächlichen Portfolio ein virtuelles Portfolio zu führen. Dieses enthält alle Umschichtungen, aber keine Mittelbewegungen. Umschichtungen werden zu den Kursen erfasst, zu denen auch die tägliche Fondsbewertung stattfindet, Transaktionskosten aber nicht eingeschlossen. Die Wertentwicklung dieses virtuellen Portfolios (incl. Dividenden, Bezugsrechteerlöse, etc.) muss von einem Wirtschaftsprüfer testiert werden, um Manipulationen entgegenzuwirken. Am Ende eines Jahres könnte man aus der Performanceabweichung von realem und virtuellem Portfolio die tatsächliche Kostenbelastung ablesen. Die indirekten Kosten ließen sich dann relativ einfach durch Abzug der fixen Kosten sowie der Transaktionskosten von den Gesamtaufwendungen ermitteln. Darüber hinaus würde das virtuelle Portfolio eine bessere Beurteilung der Leistung des Fondsmanagers ermöglichen.

Die Frage ist allerdings, inwieweit die Investmentindustrie tatsächlich selbst an größerer Transparenz interessiert ist. Wenn alljährlich „unfähige“ Fondsmanager als Sündenböcke für eine schlechte Fondsbewertung vorgeschoben werden können, lenkt dies natürlich auch von den eigentlichen Gründen für eine enttäuschende Wertentwicklung ab. An der Unfähigkeit von Fondsmanagern ist wenig zu ändern. Kritischen Kunden

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

könnte aber auffallen, dass sich einige der tatsächlichen Gründe für eine schlechte Fondsperformance relativ einfach abstellen lassen würden.

Wie soll sich nun der Anleger verhalten?

Wenn Anleger an den Erwerb eines Fonds denken, sollten sie versuchen, möglichst viele Informationen über die Kostenbelastung ermitteln. Die Angabe der Gesamtkostenquote ist inzwischen gesetzlich vorgeschrieben, sagt aber für sich allein noch wenig aus. Viele Anbieter geben inzwischen auch in ihren Jahresberichten eine Zahl zu den Transaktionskosten an, wobei diese Zahl i.d.R. nur die direkt ausgewiesenen Handelsgebühren enthält und keine impliziten Spesen bei Nettokursen. Dennoch kann sie eine nützliche Indikation für Kostenbelastung liefern. Nach den Ergebnissen von Prof. Evans muss man realistischerweise davon ausgehen, dass die Gesamtbelastung aus Transaktionskosten, Handelsspanne und Market Impact ungefähr dem 5-6fachen der ausgewiesenen Transaktionsspesen entspricht. Die indirekten Kosten aus Zu- und Abflüssen lassen sich aus öffentlich zugänglichen Informationsquellen weder ableiten noch prognostizieren. Hier kann der Anleger nur hoffen, dass sein Fonds möglichst lange von starken Mittelbewegungen verschont wird. Wenn er merkt, dass der Fonds immer öfter auf Empfehlungslisten von Banken, Consultants oder der Presse auftaucht, sollte er ihn lieber in ein weniger populäres Produkt tauschen.

Des Weiteren sollten Anleger von Fonds mit Performancefees Abstand nehmen, es sei denn, sie wollen mehrere Abende damit verbringen, das Kleingedruckte in Fondsprospekten genau zu analysieren.

Indexfonds liefern eine indexnahe Wertentwicklung. Anleger sollten sich aber klar sein, dass es auch bei ihnen zu einer Kostenbelastung kommt, die bis zu 0,5% - 0,7% p.a. betragen kann. Damit ist man aber immer noch besser bedient als mit einer regelmäßigen Underperformance von ca. 2% p.a. beim durchschnittlichen Aktienfonds. Wenn man in ein bestimmtes Thema oder eine spezifische Anlageklasse investieren will und nicht in einen bestimmten Fondsmanager oder spezifischen Investmentstil, ist man mit einem Indexfonds fast immer besser bedient. Indexfonds sind durch die Zwischenschaltung eines Market Makers zudem vor den negativen Auswirkungen indirekter Kosten viel besser geschützt als populäre Publikumsfonds.

Dachfonds oder Investmentfondsvermögensverwaltungen richten überwiegend mehr Schaden an, als dass sie dem Anleger nützen. Die wenigen guten erkennt man daran, dass sie nur sehr wenig umschichten. Nicht nur für Kleinanleger sind zudem traditionelle Mischfonds wie der Jyske Stable Strategy oder der Kapital Plus-Fonds A von Allianz Global Investors eine gute Alternative. Wir stellen beide Fonds in unserer Rubrik „Investmentfonds für Langfristanleger“ ausführlicher vor.

Anleger sollten weiterhin Fonds vermeiden, die in den Medien und der Werbung, aber auch von Investmentconsultants besonders herausgestellt werden. Bei ihnen ist die Gefahr am größten, dass sie "hei-ßes Geld" anziehen, sodass bei Mittelabflüssen die Performance wieder kollabiert. Paradoxi-erweise sind gerade die für einen mehrjährigen Zeitraum herausragenden Produkte besonders gefährdet.

Grundsätzlich sollten Anleger - wenn möglich - ihren Fonds an der Börse bei einem Market Maker kaufen oder verkaufen und nicht über die traditionellen Fondsvertriebe. Erstens spart dies i.d.R. direkte Transaktionskosten und zweitens schafft man es so, die indirekte Kostenbelastung für den Fonds möglichst gering zu halten.

Der Kay-Report und seine Bedeutung für Deutschland

Von Karl-Heinz Thielmann

Die Finanzkrise von 2008 löste bei vielen Menschen tief greifende Zweifel über die Funktionsweise der Finanzmärkte aus, zumal einfache Erklärungsansätze für das Zustandekommen der Turbulenzen offensichtlich keine befriedigenden Antworten liefern konnten.

Eine der Initiativen, um etwas besser zu verstehen, was schiefgegangen war und was es zu verbessern gilt, ging vom britischen Wirtschaftsministerium aus. Im Juni 2011 wurde der in Großbritannien sehr bekannte Wirtschaftsprofessor John Kay (<http://www.johnkay.com/>) damit beauftragt, zu überprüfen, inwieweit der Aktienmarkt überhaupt noch seine ökonomische Funktionen erfüllt. Als wesentliche Funktionen des Aktienmarktes wurden definiert: Er soll a) zur Schaffung und Verbesserung von erfolgreichen britischen Unternehmen führen sowie b) die Kapitalanleger an deren Erfolg partizipieren zu lassen.

Im Juli dieses Jahres legte John Kay nun seinen Report vor (<http://www.bis.gov.uk/kayreview>). In ihm stellte er fest, dass der britische Aktienmarkt seinen eigentlichen Aufgaben nicht mehr nachkommt. Als Quelle der Finanzierung von produktiven Investitionen spielen Aktien in Großbritannien praktisch keine Rolle mehr. Stattdessen dienen Börsengänge im Moment fast nur noch dem Ausstieg von Alt-Investoren. Immer mehr Unternehmen werden zudem von der Börse genommen oder ihr Kapital durch Aktienrückkäufe reduziert. Weiterhin führt die wachsende Dominanz von an kurzfristigen Performancezielen orientierten Vermögensverwaltern dazu, dass immer mehr Aktieninvestoren ihr Anlageverhalten an den Aktionen anderer Marktteilnehmer orientieren und immer weniger an den fundamentalen Daten derjenigen Unternehmen, in die eigentlich investiert wird. Damit gehen die Zusammenhänge zwischen Wirtschaftsentwicklung, Börsenkursen, Unternehmenserfolg und Anlageergebnis verloren.

Als Ursache für diese Fehlsteuerung wurde das kurzfristige Denken sowohl von Unternehmen wie auch von Investoren identifiziert. Als Gründe für diese Entwicklung wurden wiederum zwei zentrale Ursachen benannt:

- Falsche Leistungsanreize bei Unternehmen und Investmentgesellschaften.
- Ein genereller Vertrauensverlust am Kapitalmarkt.

In Hinblick auf die Anreizsetzung sieht Kay vor allem ein Problem darin, dass es in vielen Bereichen des Kapitalmarktes Belohnungen für Aktivitäten gibt, die längerfristig kontraproduktiv sind: Sei es, dass Führungskräfte Reorganisationen oder Restrukturierungen nur durchführen, weil sie sich gegenüber ihren Vorgängern profilieren müssen; Börsenhändler gemessen am Volumen ihrer Transaktionen vergütet werden; Analysten an der Zahl ihrer Empfehlungen und den hieraus generierten Umsätzen bewertet werden; oder Finanzberater nur dann Geld verdienen können, wenn sie ihre Kunden zu an sich überflüssigen Umschichtungen überreden.

Kurzfristiges Denken bei Unternehmen hat vor allem zwei Ausprägungsformen: zu niedrige Investitionen und „hyperaktives“ Management. Mit zu niedrigen Investitionen sind sowohl zu niedrige Ausgaben für Kapitalgüter wie auch ungenügende Aufwendungen für Forschung und Entwicklung sowie für die Fortbildung der Mitarbeiter gemeint. Unternehmen, die zu wenig investieren, können kurzfristig überdurchschnittliche Rentabilitätskennzahlen aufweisen, verspielen aber ihre Wettbewerbsposition und sind dann längerfristig in der Existenz gefährdet.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Unter „hyperaktivem“ Management versteht Kay den Aktionismus vieler Unternehmensführer, deren Handeln vor allem darauf ausgerichtet ist, Taten zu produzieren. Anstatt die operative Performance ihrer Firma zu stärken, setzen sie auf permanente interne Reorganisationen; bzw. richten ihre Strategie vorwiegend auf Unternehmenskäufe und –verkäufen aus; oder fabrizieren durch Financial Engineering (= Bilanztricksereien) finanzielle Erfolge, die mit der eigentlichen operativen Tätigkeit nichts mehr zu tun haben.

Kurzfristiges Denken bei Investmentgesellschaften macht Kay weniger an dem Aufstieg von High Frequency Trading fest, auch wenn dies ein Symptom der Tendenz zur Kurzfristigkeit ist. Trading Aktivitäten hat es an der Börse immer gegeben und ökonomisch gesehen erfüllt Trading die Funktion, Liquidität für Langfristinvestoren zu schaffen. Deshalb sieht Kay das Problem weniger darin, dass traditionell kurzfristig orientierte Trader auch weiterhin kurzfristig sind. Das Problem ist, dass eigentlich langfristig ausgerichtete Investoren wie Versicherungen oder Investmentfonds selbst zunehmend kurzfristig agieren. Diese Tendenz hängt nicht zuletzt damit zusammen, dass die Performance von Investmentmanagern sowohl kurzfristig wie langfristig in Vergleich mit Marktindizes sowie Konkurrenten gemessen wird. Keiner kann und will es sich leisten, in Performanceranglisten zurückzufallen. Wenn ein Markt fundamentalen Trends entgegenläuft, muss sich auch der Fondsmanager kurzfristig gegen die langfristig bessere Struktur positionieren, weil er sonst Gefahr läuft, in den Rankings zurückzufallen und Kunden zu verlieren. Deswegen gleichen sich fast alle Fondsmanager sehr nah an den Marktindex an, auch wenn sie etwas anders behaupten.

Das Problem wird noch dadurch verschärft, dass die Beaufsichtigung der Fondsmanager – sei es durch die staatliche Finanzaufsicht oder durch interne Risikomanager – darauf abzielt, Risiken, soweit es geht zu vermeiden. Ein Fondsmanager, der ein deutliches Abweichungsrisiko zu seinem Index eingeht und dafür nicht sofort Recht bekommt, geht für sich das persönliche Risiko ein, hierfür bestraft zu werden, selbst wenn er längerfristig gesehen völlig richtig positioniert ist.

Auch die Rolle der Finanzmarktaufsicht wird kritisch beleuchtet. Insbesondere diejenigen Vorschriften werden infrage gestellt, die auf die Theorie effizienter Märkte zurückgehen, nach der ein Markt um so effizienter ist, je mehr Informationen zur Verfügung stehen. Dies habe dazu geführt, dass die meisten Finanzmarktteilnehmer eine enorme Menge nichtssagender Daten produzieren, die Investoren sogar zu falschen Aktionen verleiten können. Zudem hat ein auf Kursschwankungen ausgerichtetes Risikoverständnis bei der Regulierung dazu geführt, dass Versicherungen und Pensionsfonds sich vom Aktienmarkt sehr stark zurückgezogen haben. Kaum eine Rolle spielt bisher bei der Finanzmarktregulierung, welche Anreizstrukturen bei Fondsmanagern, ihren Beratern und Vertriebspartnern bestehen.

Ein weiteres schwerwiegendes Problem sieht Kay darin, dass viele Fondsmanager, wenn ihnen bei einem ihrer Investments etwas nicht gefällt, lieber die Aktien verkaufen als auf das Management Einfluss zu nehmen. Viele Fondsmanager scheuen die Kosten und die Mühen, die mit einem Engagement auf Hauptversammlungen oder anderen Investorentreffen verbunden sind. Zudem liegen viele Aktien nicht mehr wie früher in den Händen von Privataktionären und inländischen Institutionen, sondern überwiegend in den Händen von relativ gleichgültigen ausländischen Investoren und Indexfonds. Managements, die ihrem Unternehmen langfristig schaden, können so leichter agieren. Die direkte Einflussnahme von Fondsmanagern auf Unternehmenslenker wäre aber ein zentraler Punkt, mit dem sie die operative Effizienz von schwachen Firmen verbessern und so zur Verbesserung der gesamtwirtschaftlichen Situation beitragen könnten.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Weiterhin bemängelt Kay, dass viele Analysten und Investoren positiv auf Unternehmensmeldungen reagieren, die kurzfristige Erfolge auf Kosten der langfristigen Marktposition generieren. Somit würde ein Umfeld geschaffen, in dem Vorstände belohnt werden, wenn sie Entscheidungen treffen, um kurzfristig gute Zahlen zu produzieren, dabei aber die langfristige Wettbewerbsposition gefährden. Dies können übertriebene Kostensenkungen oder unsinnige Akquisitionen sein. Allerdings sind die Beispiele, die Kay zu diesem Punkt anführt, wie GEC, ICI oder BP schon relativ alt. Insofern ist zu hoffen, dass zumindest in diesem Punkt schon eine Verbesserung eingetreten ist.

Den Vertrauensverlust an den Finanzmärkten wird von John Kay vor allem auf die wachsende Zersplitterung und Anonymisierung des Finanzmarktes zurückgeführt. Vor 50 Jahren war der Privatanleger dominierend, der Aktien von Unternehmen kaufte, die er persönlich kannte. Heutzutage investiert der Anleger bei einer Institution, die in Fonds anlegt, die wiederum in Subfonds aufgespalten sein können. Diese legen direkt in Aktien und andere Wertpapiere an oder indirekt über Derivate bzw. strukturierte Produkte. Insbesondere die strukturierten Produkte können extrem intransparent sein und böse Überraschungen bergen. Und zu jeder Stufe gibt es spezialisierte Berater, die jeweils eine eigene Interessenlage einbringen.

Im Finanzbereich gibt es inzwischen eine Vielzahl von Situationen, bei denen sich Anbieter, Kunden und Berater gegenüberstehen und unterschiedliche Informationen über den jeweils relevanten Sachverhalt haben. Für diejenigen mit einem Informationsvorsprung besteht ein großer Anreiz, ihren Vorteil auszunutzen. Dieser Anreiz ist umso größer, je anonym die Beziehung zwischen den einzelnen Akteuren ist. Je weniger die Interessenlage der mit unterschiedlichen Informationen ausgestatteten Geschäftspartner übereinstimmt und umso geringer die persönliche Beziehung zwischen ihnen ist, desto größer ist die Verführung zum Missbrauch von Expertenwissen. Die Finanzkrise 2008 war nicht zuletzt deshalb so schlimm, weil die Anonymisierung und Zersplitterung der Finanzintermediation dazu führte, dass Risiken, die z. B. durch Immobilienspekulation in Kalifornien entstanden waren, global über mehrere Stufen weitergereicht und damit völlig unkontrollierbar wurden. Sie konnten dann z. B. auf einmal zur plötzlichen Pleite einer norwegischen Pensionskasse führen, bevor sich die Fondsmanager überhaupt bewusst werden konnten, in was sie eigentlich investiert hatten.

Als Konsequenz hat John Kay eine Reihe von Maßnahmen vorgeschlagen, um einerseits das Vertrauen an den Kapitalmärkten wieder herzustellen und um andererseits Anreize für Finanzmarktteilnehmer zu schaffen, die dem Wohl der Gesamtheit dienen.

Die wichtigsten Einzelempfehlungen sind:

- Verhaltenskodexe sollen entwickelt werden, die die treuhänderische Verantwortung von Unternehmensführern und Fondsmanagern in den Vordergrund stellen.
- Die Kommunikation von Investoren und Unternehmen sollte verbessert werden wie z. B. durch die Einbeziehung von Investoren bei Management-Personalentscheidungen. Weiterhin soll die Wahrnehmung von Investoreninteressen effektiver gestaltet werden wie z. B. durch Einrichtung einer Koordinationsstelle für Investoreninteressen.
- Die Finanzmarktkommunikation von Unternehmen soll sich nicht mehr an der kurzfristigen Steuerung von Ertragserwartungen orientieren.
- Die Effektivität von Unternehmenstransaktionen soll besser analysiert werden.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- Die Finanzmarktregulierung soll ihre Aufmerksamkeit darauf richten, wie die treuhänderischen Beziehungen zwischen einzelnen Finanzmarktteilnehmern besser geregelt werden können.
- Vermögensverwalter sollen zu vollkommener Transparenz gezwungen werden, einerseits was die Kostenbelastung für ihre Mandate angeht, andererseits aber auch was Zusatzeinnahmen (wie z. B. aus der Aktienleihe) betrifft.
- Verpflichtungen zum kurzfristigen Performancereporting sollen aufgehoben werden, stattdessen sollen Fondsmanager ihre Entscheidungen besser begründen.
- Risikomodelle sollen von einer Regierungskommission in Hinblick auf ihre tatsächliche Aussagekraft überprüft werden. Darüber hinaus soll die Praxis aufgegeben werden, dass Aufsichtsbehörden spezifische Risikomodelle vorschreiben.
- Die Bezahlung sowohl von Vermögensverwaltern als auch von Managern darf sich nicht mehr an der Erreichung von kurzfristigen Performancezielen orientieren, sondern sollte auf die Erreichung längerfristiger Ziele ausgerichtet sein. Bonuszahlungen sollen nur noch anhand von dauerhaften Erfolgskriterien berechnet und zeitverzögert ausgezahlt werden dürfen.
- Die Möglichkeiten für Privataktionäre, Aktien direkt zu halten, sollen wieder verbessert werden.

Unserer Einschätzung nach sind die Schlussfolgerungen Kays im Wesentlichen nachvollziehbar und zu begrüßen. Lediglich die von ihm vorgeschlagene Aufweichung der Verpflichtung zum umfassenden Performance-reporting ist kritisch zu sehen. Eine möglichst umfassende Information von Investoren auch mit Performancezahlen erscheint unserer Einschätzung nach im Sinne größtmöglicher Transparenz wünschenswert. Wenn die Investoren die Daten falsch bewerten, dann sollte nicht die Information vermindert werden, sondern besser erläutert werden.

Wenn man die Aktienmärkte von Deutschland und Großbritannien vergleicht, so stellt man fest, dass das Gesamtergebnis von Kay sich durchaus auch auf deutsche Verhältnisse übertragen lässt: Der Aktienmarkt hat seine Rolle als Finanzierungsquelle für produktive Investitionen verloren. Neuemissionen dienen vor allem als Ausstiegsmöglichkeit von Altinvestoren. Kurzfristige Anleger dominieren das Börsengeschehen, der Bezug zwischen Aktienkursen, Gesamtwirtschaft und Unternehmensentwicklung scheint verloren gegangen.

Doch lassen sich die Ergebnisse und Empfehlungen von John Kay auch im Detail auf Deutschland übertragen? Hierzu muss die Situation am Kapitalmarkt und bei den Unternehmen unterschieden werden.

Am Kapitalmarkt gibt es große strukturelle Unterschiede zwischen beiden Ländern. Publikumsfonds sind allerdings in Großbritannien wie in Deutschland ungefähr gleich wichtig. Institutionelle Investoren spielen in Großbritannien traditionell eine größere Rolle am Aktienmarkt wie in Deutschland. Allerdings ist in beiden Ländern die Bedeutung im vergangenen Jahrzehnt geschrumpft, weil verschärfte Aufsichtsregeln in beiden Ländern vor allem Versicherungen dazu zwangen, die Aktienquoten deutlich zurückzufahren.

In Deutschland sind bei Privatanlegern sog. Zertifikate populär, während diese in Großbritannien von der Finanzaufsicht sehr negativ gesehen werden. Zertifikate zählen zu den strukturierten Finanzprodukten und sind ein Sammelbegriff für Inhaberschuldverschreibungen, die über derivative Komponenten verfügen, sodass ihre Wertentwicklung von der Wertentwicklung anderer Finanzprodukte abhängt. Während sie in Deutsch-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

land von Banken mit Milliardenvolumen auch an wenig qualifizierte Privatanleger verkauft werden, ist in Großbritannien der Gebrauch strukturierter Produkte ausgesprochenen Spezialisten vorbehalten.

Zertifikate sind sehr oft mit begrenzten Laufzeiten versehen und daher vor allem für kurz- und mittelfristige Anlagen geeignet. Sie stehen sehr stark in der Kritik, weil bei ihnen sowohl die echte Kostenbelastung wie auch die Risikosituation viel schwerer zu beurteilen ist als wie bei anderen Finanzinstrumenten.

In Großbritannien sind dafür andere Formen der langfristigen Kapitalanlage populär, wie z. B. Investment-trusts. Dies sind geschlossene und auf unbestimmte Zeit angelegte Anlagegesellschaften, die langfristige Investmentthemen verfolgen. Ihre Anteile werden wie Aktien an der Börse gehandelt; es gibt keine Rücknahmegarantie zum Nettoinventarwert wie bei offenen Publikumsfonds.

In Deutschland hingegen sind sogenannte geschlossene Fonds recht beliebt, mit denen Kapitalanleger sich für einen Zeitraum von mehreren Jahren an einem unternehmerischen Projekt beteiligen, z. B. gewerbliche Immobilien, Filmproduktion, Schifffahrt, alternative Energien, Rohstofferschließung etc. Problematisch an diesen Fonds sind vor allem zwei Dinge: 1) Die Risikostreuung ist mangelhaft und 2) sie gehören dem grauen Kapitalmarkt an. Sie unterstehen daher nicht der Finanzaufsicht und können auch von unseriösen Anbietern angeboten werden. Hier ist allerdings Besserung in Sicht, derzeit bereitet die Bundesregierung einen Gesetzentwurf zur Verbesserung des Anlegerschutzes vor.

In Hinblick auf die Risikomanagementvorschriften für institutionelle Investoren muss festgehalten werden, dass hier die gleichen, von Kay kritisierten Risikomodelle angewandt werden. Bei der Erzeugung überflüssiger und irreführender Datenmengen hat Deutschland Großbritannien weit hinter sich gelassen: Sowohl die vorgeschriebenen Informationen zu Anlageprodukten wie auch viele Pflichtmeldungen von Banken und Vermögensverwaltern an das BaFin verursachen inzwischen eine Unmenge von Daten ohne Aussagekraft. Ein Beispiel für die noch restriktiveren Vorschriften für deutsche Vermögensverwalter ist die inzwischen eingeführte Verpflichtung zum monatlichen Performancereporting, deren einziges konkretes Ergebnis bisher war, dass Kunden in einer Papierflut ertrinken.

Hoffnung bestand allerdings zwischenzeitlich in Hinblick auf die von Kay bemängelte Ignoranz der Aufsichtsbehörden bezüglich falscher Anreizsetzung. Bis vergangene Woche plante die EU, Provisionen beim Vertrieb von Finanzprodukten zu verbieten, womit eine wesentliche Ursache für Beratungsmissbrauch beseitigt worden wäre. Dieses Vorhaben wurde jedoch im EU-Parlament im letzten Moment gestoppt.

Grundsätzlich muss man daher sagen, dass die auf den Kapitalmarkt bezogenen Kritikpunkte von John Kay für Deutschland noch sehr viel stärker gelten. Die in Deutschland üblichen Finanzinstrumente sind sehr viel mehr auf kurzfristige Anlagezeiträume ausgelegt, bei einigen langfristigen Investments wie geschlossenen Fonds ist der Anlegerschutz (noch) mangelhaft. Dafür werden noch mehr nichtssagende Daten produziert.

Auf der Unternehmensseite hingegen hebt sich Deutschland positiv von Großbritannien ab, wie auch Kay in seinem Report mehrfach anhand von Beispielen feststellt. Zwar gibt es auch in Deutschland Beispiele für Unternehmen, die ihre Geschäftspolitik an der kurzfristigen Optimierung des Börsenkurses ausrichten, allerdings sind diese sehr viel seltener als in Großbritannien.

Kay selbst nennt als Grund für die stärker ausgeprägte Weitsichtigkeit deutscher Aktiengesellschaften den stärkeren Einfluss von Unternehmerfamilien, die ihr Engagement an einer Firma langfristig und

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

generationenübergreifend verstehen. Wir würden zudem als weiteren Grund noch die grundsätzlich stärkere Exportorientierung vieler deutscher Gesellschaften sehen. Wer im internationalen Wettbewerb dauerhaft bestehen will, muss am langfristigen Aufbau seiner Marktposition arbeiten und kann sich kurzfristiges Denken nicht leisten. Deutsche Unternehmen setzen sich in der Regel im Qualitätswettbewerb durch und nicht durch niedrige Preise. Verlässliche Qualität setzt aber einen langfristigen Ansatz sowohl bei Forschung und Entwicklung wie auch bei der Produktion und dem Marketing voraus.

Es gibt zwar auch am britischen Aktienmarkt inzwischen einige Gesellschaften mit typisch deutschen Eigenschaften. Ihre Rolle wächst zwar, sie sind aber in Relation zum Gesamtmarkt weit weniger bedeutend.

Komplett gestört ist in Deutschland die Kommunikation zwischen Kapitalmarkt und Managern. Ich selbst weiß aus vielen Gesprächen, dass die meisten Unternehmer den Kurskapriolen am Aktienmarkt völlig fassungslos gegenüberstehen. Nur wenige Fondsmanager und Analysten werden von den Unternehmenslenkern wirklich ernst genommen; wie ich leider feststellen musste, zurecht. In Deutschland können die Manager zumeist nichts von den Investoren lernen, sondern umgekehrt.

Auch wenn John Kay das mangelhafte Engagement der institutionellen Aktionäre in Großbritannien kritisiert, so muss doch festgestellt werden, dass sie sehr viel aktiver sind als in Deutschland. Insbesondere in Hinblick auf die Verhinderung von überzogenen Managementvergütungen (z. B. bei Glaxo oder Aviva) oder zweifelhafter Akquisitionen (z. B. bei Prudential) konnten sich die Aktionärsvertreter gelegentlich durchsetzen. In Deutschland hingegen war das Verhalten von institutionellen Investoren gegenüber Unternehmen lange von den Interessen der Banken geprägt, zu denen die jeweiligen Investmentfirmen gehörten. Einmischung galt als Tabu. Erst seit einigen Jahren beginnt sich dies zu wandeln. Die großen Fondsgesellschaften haben inzwischen spezialisierte Beauftragte, die sich teilweise sehr kritisch mit Unternehmensleitern auseinandersetzen. Zu größeren Konflikten zwischen Fondsvertretern und Managern ist es in Deutschland im Gegensatz zu Großbritannien aber noch nicht gekommen.

Abschließend kann man sagen, dass der Kay Report viele interessante Punkte enthält, die sich trotz aller Unterschiede im Wesentlichen auch auf Deutschland übertragen lassen. Denn die Kernaussagen, dass kurzfristiges Denken die Funktionsweise des Aktienmarktes stört und falsche Anreize und berechtigtes Misstrauen in den Finanzmarkt die Ursachen hierfür sind, gelten für beide Länder. Sehr wahrscheinlich kann man sie auch auf die meisten anderen bedeutenden Volkswirtschaften übertragen. Im Detail unterscheiden sich aber alle Nationen, insofern sind die Analyse und die Empfehlungen nur bedingt übertragbar. In Deutschland besteht weniger auf der Unternehmensseite Handlungsbedarf, am Aktienmarkt um so mehr.

Funktionsfähige Kapitalmärkte sind eine Voraussetzung für echten Wohlstand. Aktienmärkte haben eine volkswirtschaftliche Funktion, wenn sie zum Spielcasino verkommen, ist etwas verkehrt. Wenn Finanzmärkte durch Financial Engineering Vermögenswerte produzieren, die nur auf dem Papier stehen, ist die Katastrophe vorprogrammiert, weil sich die fiktiven Wertzuwächse irgendwann mit einem großen Knall in Luft auflösen. Dies ist zuletzt 2008 geschehen und wird wieder passieren, wenn die strukturellen Ursachen für Finanzkrisen nicht angegangen werden. John Kay muss das Verdienst zugesprochen werden, dass er Systemfehler und mögliche Lösungsansätze klar benennt. Sein Report sollte weltweit zur Pflichtlektüre für alle Wirtschaftspolitiker, Bankvorstände, Fondsmanager sowie Finanzmarktregulierer werden und sie sollten die richtigen Konsequenzen hieraus ziehen. Dann besteht vielleicht Hoffnung für die globale Finanzwelt.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Investmentfonds für Langfristanleger: AGI Kapital Plus A und Jyske Stable Strategy

Von Karl-Heinz Thielmann

Bei den Fonds Kapital Plus A von Allianz Global Investors (AGI) und Jyske Stable Strategy handelt es sich um sogenannte Mischfonds, die sowohl in Aktien wie auch in Renten investieren. Beide Fonds basieren auf einer Erkenntnis der modernen Portfoliotheorie. Obwohl sonst vieles an diesem Ansatz inzwischen infrage steht, hat speziell eine Aussage auch weiterhin noch Gültigkeit: Wenn man einem Rentenportfolio einen Aktienanteil von 20-30% beimischt, so kann man langfristig die Erträge deutlich erhöhen, ohne das Kursrisiko signifikant zu verschlechtern.

Die Vermögensstruktur von 20-30% Aktien und 70%-80% Renten gilt daher auch als Grundstruktur der konservativen Geldanlage. Anlageziel ist ein moderater und stabiler Wertzuwachs, wobei als Minimum ein Werterhalt nach Inflation erreicht werden soll. Beide Fonds bilden die gleiche Grundidee mit etwas unterschiedlichen Strukturen ab. Der Kapital Plus A besteht zu 70% aus Euro-Renten und Liquidität sowie zu 30% aus europäischen Aktien. Bei der Einzelwertauswahl werden vor allem die Aktien ertragsstabiler Wachstumsunternehmen bevorzugt. Der Jyske Stable Strategy legt in der ganzen Welt an und besteht in der Regel zu 20% aus Aktien und zu 80% aus Rentenpapieren und Liquidität. Der Fonds ist in Dänemark zu Hause, Fondswährung ist aber Euro. Mindestens 75% der Mittel müssen in dieser Währung angelegt oder abgesichert sein.

Mit Ausnahme des Finanzkrisenjahres 2008 wurde das Anlageziel eines moderaten und stabilen Wertzuwachses bei beiden Fonds in den vergangenen 10 Jahren erreicht. Der zwischenzeitliche Einbruch 2008 wurde ebenfalls bei beiden innerhalb weniger Jahre wieder aufgeholt und hat die langfristige Performance kaum beeinflusst.

Die Wertentwicklung des Kapital Plus A war in den letzten Jahren etwas besser, allerdings waren die Kursschwankungen mit Volatilitäten um ca. 5% auch etwas höher. Der Stable Strategy hat mit Volatilitäten zwischen 2,8% und 3,9% in den vergangenen Jahren eine noch defensivere Ausrichtung gezeigt.

Performance	AGI Kapital Plus A	Jyske Stable Strategy
lfd. Jahr	12,1%	8,0%
seit 3 Jahren	39,3%	24,3%
seit 5 Jahren	35,0%	20,6%
seit 10 Jahren	84,4%	63,4%

Beide Fonds haben damit ein Risikoprofil, welches sogar günstiger ist als das von vielen Rentenfonds mit dem Schwerpunkt Unternehmensanleihen.

Weiterhin zeichnen sich beide durch eine relativ moderate Kostenbelastung aus. Die Verwaltungsvergütung liegt mit 0,9% p.a. beim Kapital Plus A und mit 0,6% p.a. beim Stable Strategy im akzeptablen Rahmen. Der Kapital Plus hat einen regulären Ausgabeaufschlag von 3%; beim Stable Strategy ist er mit 2% etwas niedriger. Dafür wird eine Rückgabegebühr vom 0,5% erhoben. Die Ausgabeaufschläge lassen sich bei beiden Fonds aber durch einen Kauf an der Börse umgehen.

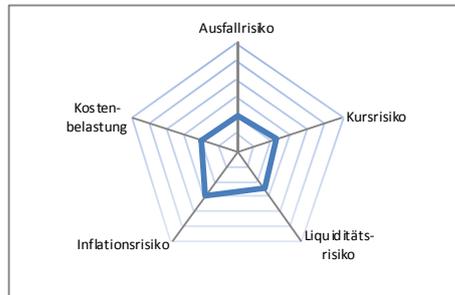
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Kapital Plus A

Website:	http://www.allianzglobalinvestors.de/web/main	WKN:	847625
KAG:	Allianz Global Investors KAG mbH	Kurs 28.9.2012:	52,24 €
		ISIN:	DE0008476250

Börsenhandel	Indexfonds	Kostenbelastung
ja	nein	2,0
Ausschüttend	Volumen	
	ca. Mio. €	
ja	538	

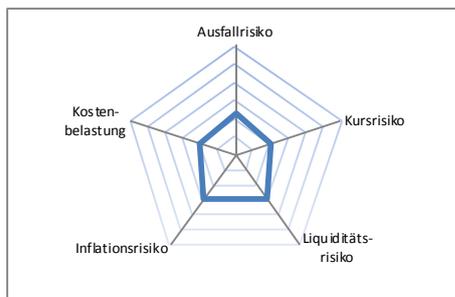


Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
2,0	2,5
Kursrisiko	Inflationsrisiko
2,3	3,0

Jyske Stable Strategy

Website:	http://www.jyskeinvest.com/	WKN:	A0B729
KAG:	Jyske Invest International	Kurs 28.9.2012:	147,81 €
		ISIN:	DK0016262058

Börsenhandel	Indexfonds	Kostenbelastung
ja	nein	2,0
Ausschüttend	Volumen	
	ca. Mio. €	
nein	152	



Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
2,3	3,0
Kursrisiko	Inflationsrisiko
2,0	3,0

Als schwankungsarme Mischfonds richten sich beide Anlageprodukte eindeutig an diejenigen Langfristanleger, die eine Vermögensstrukturierung im Fonds wünschen. Daher werden beide Fonds i.d.R. sowohl von Dachfonds, Investmentfondsvermögensverwaltungen und kurzfristigen Anlegern vermieden und sind relativ gut vor den indirekten Kosten durch starke Mittelbewegungen geschützt, wie sie auf Seite 8 im Beitrag „Warum sind so viele Investmentfonds so schlecht?“ beschrieben wurden.

Beide Fonds eignen sich daher unserer Einschätzung nach als:

- Kerninvestment (4%-8% Depotgewicht) für konservative Anleger
- Kerninvestment (4%-8% Depotgewicht) für chancenorientierte Anleger
- Basisinvestment (2%-4% Depotgewicht) zur Ansicherung für risikobewusste Anleger

Beide Fonds erscheinen auch besonders interessant für Sparpläne zum Vermögensaufbau bei Kleinanlegern.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Impressum:

LONG-TERM INVESTING Research AG - Institut für die langfristige Kapitalanlage

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Tel.: +49 (0)721 – 6293 9773, Fax.: +49 (0)322 2376 4968

E-Mail: info@long-term-investing.de

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2: Karl-Heinz Thielmann

Anhang:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

1. Mit der **qualitativen Analyse** werden Erfolgsfaktoren identifiziert, durch die Unternehmen eine anhaltende Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow bzw. Überschusskapital haben: Weil sie a) aufgrund von dauerhaften Wettbewerbsvorteilen über eine überdurchschnittliche Marktposition verfügen; b) ein am langfristigen Unternehmenserfolg ausgerichtetes Management haben; c) den Erfolg nicht auf Kosten der Mitarbeiter oder der Umwelt erzielen (Corporate Governance; Nachhaltigkeit) bzw. d) von globalen Megatrends profitieren.
2. **Finanzstatusanalyse**: Bilanz, Gewinn-und-Verlust-Rechnung sowie Cashflow Rechnungen aus den aktuellsten Geschäftsberichte werden mit Bilanzkennzahlen ausgewertet.
3. Die **Bewertungsanalyse** wird auf der Basis eigener Prognosen mittels allgemein anerkannter und weitverbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse wie dem DCF-Modell; der Kennzahlenanalyse (insbesondere Kurs-Gewinn-Verhältnis; Dividendenrendite; Kurs-Buchwert; Unternehmenswert zu Umsatz) sowie von Peergroup-Vergleichen durchgeführt.
4. Bei der technischen Analyse untersuchen wir langfristige Trendverläufe sowohl in der absoluten Kursentwicklung wie auch in der relativen Kursentwicklung zu einem Vergleichsindex. Sofern nicht anders bezeichnet, ist für europäische Aktien dieser Vergleichsindex der STOXX® Europe 600 Preisindex; für außereuropäische Aktien der STOXX® Global 1800 Preisindex.
5. Darüber hinaus erfassen wir auch die **Risikofaktoren**, die einem langfristigen Anlageerfolg entgegenstehen. Dabei werden folgende Risiken einzeln bewertet:
Ausfallrisiko (Renten: das angelegte Geld wird nicht oder nur unvollständig zurückgezahlt; Aktien: Aufgrund von unternehmerischem Misserfolg kommt es zur dauerhaften Wertminderung der Anlage). Die Kriterien für das Ausfallrisiko sind: bei Unternehmen Bonität, Verschuldung (bilanziell und außerbilanziell), freier Cashflow, Produktvielfalt, Marktzutritt-Schranken, etc.; bei Ländern Budgetdefizite, Schattenhaushalte, Leistungsbilanzsalden, Währungssystem, Stabilität.
Kursrisiko (eine Kapitalanlage kann aufgrund von Kursschwankungen nur zu einem ungünstigen Kurs verkauft werden). Kriterien für das Kursrisiko sind Volatilitätskennzahlen wie die Standardabweichung oder β , etc.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Liquiditätsrisiko (eine Kapitalanlage kann mangels Nachfrager nicht oder nur unter Wert verkauft werden). Kriterien für das Liquiditätsrisiko sind: Tiefs bei Börsenumsätzen; Bid Ask Spread; Transaktionskosten, etc.

Inflationsrisiko (eine Kapitalanlage wird durch Steigerungen des allgemeinen Preisniveaus entwertet). Kriterien für das Inflationsrisiko sind: Duration, Kapitalintensität, Zinssensitivität, Preiselastizität der Nachfrage, etc.

Die Risikoarten werden nach Schulnoten eingestuft. Im Einzelnen vergeben wir folgende Bewertungen:

- 1: sehr gut (minimales Risiko)
 - 2: gut (praktisch kein Risiko; erhöhtes Risiko nur unter sehr unwahrscheinlichen theoretischen Extremumständen)
 - 3: befriedigend (normalerweise geringes Risiko; unter Extremumständen erhöhtes Risiko)
 - 4: ausreichend (normalerweise leicht erhöhtes Risiko; unter Extremumständen stark erhöhtes Risiko)
 - 5: mangelhaft (hohes Risiko, für Langfristanleger nicht geeignet; möglicherweise aber für Spezialisten mit kontinuierlicher Risikokontrolle oder kurzfristige Anleger noch geeignet)
 - 6: ungenügend (unverantwortlich hohes Risiko)
6. Bei Investmentfonds wird zusätzlich noch die Kostenbelastung bewertet. Hierbei wird ein Schulnotensystem analog zur Risikobewertung verwandt.

b) Empfehlungssystem:

Die Empfehlungen richten sich an einen Anleger mit einem Anlagehorizont von 5-10 Jahren und werden je nach der Risikoausrichtung der Investoren (risikoavers, konservativ, chancenorientiert, risikobewusst) differenziert. Hierbei gibt es 4 Abstufungen: Nicht empfehlenswert (0% Portfoliogewicht); zur Depotbeimischung geeignet (0%-2% Portfoliogewicht); Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht); Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht). Ein Anleger sollte bei der Auswahl einzelner Investments auf Risikozusammenhänge zwischen den einzelnen Finanzinstrumenten achten und einen qualifizierten Anlageberater hinzuziehen.

Rechtliche Hinweise:

Hinweise gemäß FinAnV:

Die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage erstellt Finanzanalysen im Sinne der „Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - FinAnV)“.

Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

1) Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden bei den in dieser Ausgabe veröffentlichten Analysen nur passiv genutzt, die Emittenten haben nicht aktiv Informationen beigesteuert. Darüber hinaus werten wir auch Beiträge der seriösen Wirtschaftspresse sowie Nachhaltigkeitsreports über den jeweiligen Emittenten aus.

Umsatz-, Gewinn- und Dividendenschätzungen basieren auf eigenen Bewertungsmodellen.

Für Kursdaten haben wir eine eigene Datenbank aufgebaut, die - sofern nicht anders angegeben – die amtlichen und um Kapitalmaßnahmen bereinigten Kurse von der jeweiligen Hauptbörse enthält. Hauptbörsen sind: Aktien Deutschland & ETF's: Xetra; Renten: Börse Stuttgart; USA: NYSE bzw. Nasdaq; Niederlande & Frank-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

reich: Euronext; Spanien: Börse Madrid; Italien: Börse Mailand; internationale Technologieaktien: Nasdaq. Bei nicht als ETF's gehandelten Investmentfonds werden die von der KAG veröffentlichten Rücknahmekurse genommen.

Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.

2) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Seite 21.

3) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – das Wochenende vor dem auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 1.10.2012.

4) Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten entsprechen – sofern nicht anders gekennzeichnet – dem Schlusskurs vom letzten Handelstag vor dem Erscheinungsdatum an der genannten Hauptbörse des jeweiligen Finanzinstruments.

5) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitrahmen vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.

6) Hinweis auf eigene Finanzanalysen aus den der Veröffentlichung vorausgegangenen zwölf Monaten, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen: keine Veröffentlichungen.

Hinweis gemäß § 5 FinAnV:

Interessenkonflikte: Umstände oder Beziehungen werden im Folgenden angegeben, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit der Mitarbeiter, die die Analysen in dieser Ausgabe erstellt haben, der LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage als das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen sowie sonstiger an der Erstellung mitwirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten.

Mitarbeiter an dieser Ausgabe haben oder waren in Bezug auf ein in dieser Ausgabe erwähntes Finanzinstrument bzw. mit einem genannten Emittenten:

- 1) Anteile im Besitz: keine
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: keine
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: nein
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatzierung eines Finanzinstruments beteiligt: nein

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Disclaimer:

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen dienen ausschließlich informativen Zwecken. Sie stellen auf keinen Fall Werbung oder ein Angebot, insbesondere einen Prospekt oder eine Aufforderung zum Handel, der Zeichnung, dem Kauf oder dem Verkauf von Wertpapieren bzw. zur Teilnahme an einer Handelsstrategie, dar.

Obwohl unsere Informationen aus Quellen stammen, die wir für zuverlässig halten und der Inhalt dieser Publikation mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurde, können wir keine - weder ausdrückliche noch stillschweigende - Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben übernehmen.

Wir behalten uns das Recht vor, jederzeit und unangekündigt Änderungen oder Aktualisierungen der in dieser Publikation enthaltenen Informationen vorzunehmen. Weder die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage noch irgendwelche Aufsichtsräte, Vorstandsmitglieder oder Mitarbeiter dieser Gesellschaft können direkt oder indirekt für in dieser Publikation enthaltenen Informationen und/oder Empfehlungen haftbar oder verantwortlich gemacht werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind auf keinen Fall als Erbringung einer Investmentdienstleistung zu verstehen und sind kein Ersatz für eine persönliche Anlageberatung. Die Verwendung der in dieser Publikation enthaltenen Informationen erfolgt ausschließlich auf eigene Gefahr. Wir sind weder direkt noch indirekt für irgendwelche Verluste oder Schäden, die dem Leser durch die Verwendung dieser Publikation oder durch eine darauf basierende Entscheidung entstehen, haftbar.

Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit nicht notwendigerweise aussagekräftig für die Wertentwicklung in der Zukunft ist und in keinem Fall als aussagekräftig betrachtet wird.

Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen sind streng vertraulich und dürfen zu keinem Zeitpunkt ohne unsere vorherige Zustimmung kopiert, vervielfältigt, verbreitet oder Dritten zugänglich gemacht werden. Jegliche Ansprüche, die sich aus oder im Zusammenhang mit den Bedingungen dieses Haftungsausschlusses ergeben, unterliegen deutschem Recht.

Die in dieser Publikation enthaltenen Analysen und alle darin aufgezeigten Informationen sind nur zur Verbreitung in den Ländern bestimmt, nach deren Gesetz dies zulässig ist. Diese Analyse richtet sich ausdrücklich nicht an Anleger in den USA, Japan und Kanada. In Großbritannien ist sie nur für Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Es wird darauf explizit hingewiesen, dass insbesondere auch die Weiterleitung dieser Publikation in die USA und an US-Personen sowie in alle Länder, in denen der Vertrieb dieser Publikation beschränkt ist, nicht zulässig ist.

Allein verbindliche Grundlage für den Erwerb von Investmentfonds sind die jeweiligen Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen, die Sie kostenlos bei Investmentgesellschaft unter auf ihrer Internetadresse erhalten.

Die Entlohnung der Mitarbeiter von „Mit ruhiger Hand“ hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Einschätzungen oder den Sichtweisen, die in dieser Publikation geäußert werden, zusammen.