



EDITORIAL

1 ÜBER GELD SPRICHT MAN NICHT! EIN GRUND, WARUM JUNGE MENSCHEN ÜBER FINANZTHEMEN SCHLECHT INFORMIERT SIND. BEIM BERUFSEINSTIEG BILDEN DIE INFORMATIONEN EINES FINANZBERATERS DAHER OFT DIE EINZIGE ENTSCHEIDUNGSGRUNDLAGE. EIN INTERVIEW MIT DEM FINANZWISSENSCHAFTLER DR. STEFAN RÜNZI BELEUCHTET DAS THEMA GELDANLAGE EINMAL AUS WISSENSCHAFTLICHER SICHT.



Geldanlage aus wissenschaftlicher Sicht

Ein Interview mit dem Finanzwissenschaftler Dr. Stefan Rünzi

DR. STEFAN RÜENZI ARBEITET ZURZEIT ALS VISITING ASSISTANT PROFESSOR OF FINANCE AN DER UNIVERSITY OF TEXAS (AUSTIN) UND IST MITARBEITER AM CENTRE FOR FINANCIAL RESEARCH (CFR) COLOGNE. ER HAT ZUVOR ZUM THEMA INVESTMENTFONDS PROMOVIIERT UND HABILITIERT ZURZEIT AN DER UNIVERSITÄT ZU KÖLN. ER HAT VERSCHIEDENE ARTIKEL ZU DIESEM THEMA IN INTERNATIONAL FÜHRENDEN ZEITSCHRIFTEN PUBLIZIERT UND TRÄGT SEINE ARBEITEN REGELMÄSSIG AUF INTERNATIONALEN UND NATIONALEN FACHKONFERENZEN VOR. SEINE PAPIERE SIND MIT VERSCHIEDENEN PREISEN AUSGEZEICHNET WORDEN. ÜBER SEINE FORSCHUNG WIRD REGELMÄSSIG IN DER NATIONALEN UND INTERNATIONALEN PRESSE WIE Z.B. IN DER NEW YORK TIMES, DEM WALL STREET JOURNAL ODER DEM HANDELSBLATT UND DER FAZ BERICHTET.

Life&LAW: Wenn man Finanzberater nach einer guten Geldanlage fragt, bekommt man meist Fonds angeboten, die sich in der Vergangenheit viel besser entwickelt haben als der Markt. Kann der Anleger davon ausgehen, dass er mit diesen Fonds in Zukunft die höchsten Gewinne erzielen kann?

Dr. Stefan Ruenzi: Zunächst erscheint es natürlich plausibel, die vergangene Performance eines Fonds als Gradmesser für seine zukünftigen Erfolgchancen zu verwenden. Allerdings ist es leider so, dass das Abschneiden eines Fonds in der Vergangenheit nur in sehr beschränktem Ausmaß Informationen über seine zukünftigen Erfolgchancen liefert. Insofern macht es auch durchaus Sinn, den oftmals überlesenen gesetzlichen Hinweis auf Werbungen für Finanzprodukte ernst zu nehmen, wonach die vergangene Performance kein verlässlicher Indikator für zukünftige Performance ist. Im Allgemeinen kann man nämlich nicht davon aus-

INHALT



gehen, dass ein Fonds, der in der Vergangenheit gute Leistungen gezeigt hat, dazu auch in der Zukunft in der Lage sein wird. Viele wissenschaftliche Arbeiten konnten nachweisen, dass die sogenannte Performancepersistenz – d.h. die Persistenz der Fondsperformance über die Zeit – nur sehr schwach ausgeprägt ist. Lediglich im Vorjahr relativ schlechte Fonds haben eine erhöhte Wahrscheinlichkeit, auch im Folgejahr schlecht abzuschneiden. Für gute Fonds kann eine solche Beziehung leider nicht verlässlich nachgewiesen werden.

Dies bedeutet natürlich nicht, dass es nicht immer wieder Fonds geben kann, die auch über einen längeren Zeitraum eine Überrendite im Vergleich zum Markt erzielen. Grundsätzlich ist es aber extrem schwierig, diese Fonds im Voraus zu identifizieren. Dies ist eigentlich auch nicht weiter erstaunlich, wenn man einen Augenblick über die Sache nachdenkt. Stellen Sie sich vor, es wäre sehr leicht, solche Fonds – etwa basierend auf deren vergangener Performance – zu identifizieren. Dann würden natürlich alle Anleger in diese Fonds investieren. Dies wiederum würde zu einem rasanten Anwachsen der Zuflüsse in diese Fonds führen, was es schlussendlich für die Fonds sehr schwierig machen würde, seine gute vergangene Performance zu wiederholen. Selbst wenn es für einen Fondsmanager nämlich vielleicht möglich war, mit einem relativ kleinen verwalteten Vermögen noch eine Rendite über dem Markt zu erzielen, so wird dies mit wachsendem Vermögen natürlich immer schwieriger. Tatsächlich haben verschiedene Studien gezeigt, dass sehr große Fonds bzw. Fonds mit sehr hohen Zuflüssen Schwierigkeiten haben, eine gute Performance aufrecht zu erhalten.

Life&LAW: Welche Kriterien sind es denn, die ein Privatanleger beachten muss, wenn er sich für einen Fonds entscheidet?

Dr. Stefan Ruenzi: Wie bereits erwähnt, ist es sehr schwierig, Fonds mit guter stabiler Performance basierend auf der vergangenen Performance zu identifizieren. Ein sehr stabiler Faktor, der die Performance eines Fonds beeinflusst, sind dagegen die zu zahlenden Gebühren. Dazu zählen bei den klassischen aktiv verwalteten Fonds neben den sogenannten Ausgabeaufschlägen – die ja teilweise auch erlassen werden – vor allem die Verwaltungsgebühren. Diese müssen jährlich gezahlt werden und werden von den Fondsgesellschaften direkt aus dem Fondsvermögen entnommen. Viele Anleger unterschätzen den Einfluss der Verwaltungsgebühren, da diese zunächst mit in der Regel etwa 1-2% pro Jahr relativ klein erscheinen. Betrachtet man jedoch eine langfristige Anlage, so können scheinbar kleine Unterschiede in den Verwaltungsgebühren zu einem beträchtlichen Unterschied im Endvermögen führen.

Neben den expliziten Gebühren sollte man auch auf weitere laufende Kosten achten, die das Fondsvermögen belasten und somit zu einer Schmälerung der Rendite führen. Darunter fallen vor allem die sogenannten Handelskosten. Diese Kosten fallen immer dann an, wenn ein Fonds Aktien kauft und verkauft. Sie sind daher besonders hoch bei aktiv verwalteten Fonds. Seit einigen Jahren verpflichtet der Gesetzgeber Fonds dazu, die sogenannten Total Expense Ratio (TER) zu veröffentlichen. Diese spiegelt die Gesamtbelastung des Fonds mit Verwaltungsgebühren und sonstige Kosten als jährlichen Prozentsatz bezogen auf das investierte Vermögen wider. Ist die TER sehr hoch, so wird dies im Mittel zu einer deutlichen Verschlechterung der langfristigen Performance des Fonds aus Anlegersicht führen. Solche Fonds sollten vermieden werden.

Aus Kostenargumenten sollte man auf passiv verwaltete Produkte, wie z.B. Indexfonds oder ETFs, setzen. Diese weisen in der Regel nur sehr niedrige Verwaltungsgebühren auf. Auch die sonstigen Kosten sind hier aufgrund des passiven Ansatzes im Vergleich zu aktiv gemanagten Fonds extrem niedrig.

Life&LAW: Woher rührt die Diskrepanz zwischen den Erkenntnissen der Finanzwissenschaft und dem, was der Privatanleger empfohlen bekommt?

Dr. Stefan Ruenzi: Tatsächlich scheinen Privatanleger überproportional oft von Beratern in relativ teure, aktiv verwaltete Fonds gelenkt zu werden. Der Grund, warum Berater oftmals also nicht im besten Interesse ihrer Kunden handeln, liegt meiner Einschätzung nach an den vorherrschenden Entlohnungsmodellen in der Finanzberatungsbranche. Typischerweise erhalten Finanzberater von den Fondsgesellschaften eine Provision für die Vermittlung bestimmter Produkte. Diese Provision fällt dabei bei teuren Produkten natürlich höher aus. Somit haben viele Finanzberater starke Anreize, eben solche teuren Produkte zum Kauf zu empfehlen. Der vermeintlich kostenlose Service von Finanzberatern, die scheinbar nur als Vermittler auftreten, kann also auf Anlegerseite zu signifikanten Kosten führen. Diese Kosten sind jedoch zunächst nicht besonders transparent und machen sich erst langfristig - dann dafür aber umso stärker - bemerkbar.

Neben dem Provisionsmodell gibt es jedoch auch das sogenannte Honorarmodell, das allerdings hierzulande noch weit weniger verbreitet ist. Hierbei bezahlt der Anleger einen fixen oder von der Anlagesumme abhängigen Betrag an den Berater für dessen Dienstleistungen. Im Gegenzug verpflichtet sich der Berater, keine Provisionszahlungen von Fondsgesellschaften anzunehmen. Dieses Modell scheint mir insofern aus Anlegersicht sinnvoll, da somit die oben beschriebenen Anreizprobleme weitgehend gelöst sind. Im Honorarmodell hat der Berater nämlich keine Anreize mehr, überteuerte Produkte zu vermitteln, um von hohen Provisionen zu profitieren.

Life&LAW: Tragen die Verbraucher eine Mitschuld an der schlechten Beratungspraxis in Deutschland? Kaum jemand ist ja hier bereit, für eine Finanzberatung Geld zu bezahlen.

Dr. Stefan Ruenzi: Da sprechen Sie einen interessanten Punkt an. Ich denke, die aktuelle Dominanz der Beratungspraxis auf Provisionsbasis hat vor allem einen Grund. Es scheint tatsächlich bei vielen Anlegern eine psychologische Schwelle zu geben, für Finanzberatung auf Honorarbasis Geld auszugeben. Die Anleger wollen eben kein Geld für einen Service ausgeben, den sie auch vermeintlich kostenlos bekommen können. Der oben angesprochenen Problematik, dass provisionsbasierte Beratung oftmals die teuersten und nicht die besten Produkte vorschlägt, sind sich die Anleger sicherlich oftmals gar nicht in dieser Form bewusst. Insofern trägt der Verbraucher in dieser Hinsicht unbewusst eine gewisse Mitschuld. Ein Anleger kann eben nicht erwarten, dass ein Berater, der sein Geld über Verkaufsprovisionen verdient, ganz uneigennützig einen kostengünstigen ETF empfiehlt, an dem er selbst überhaupt nichts verdient. Diese Erkenntnis scheint jedoch unter Privatanlegern nicht weit verbreitet zu sein.

Life&LAW: Wie unterscheiden sich ETFs von einem klassischen, aktiv gemanagten Fonds?

Dr. Stefan Ruenzi: Zunächst einmal sind ETFs in der Regel börsengehandelt, d.h. sie können während der Handelszeiten zum dann geltenden Kurs an einer Börse gehandelt werden. Ein klassischer offener Investmentfonds kann dagegen nur einmal täglich von der Fondsgesellschaft gekauft bzw. an diese verkauft werden. Die jederzeitige Handelbarkeit stellt aus meiner Sicht jedoch nicht den entscheidenden Vorteil von ETFs dar. Fonds stellen von ihrer Grundidee her nämlich ein Produkt zum mittel- bis langfristigen Vermögensaufbau (etwa im Rahmen der Alterssicherung) dar. Sie sollten nicht für kurzfristige Spekulationen verwendet werden. Insofern wäre die tägliche Handelbarkeit, wie sie bei klassischen Fonds gegeben ist, sicherlich ausreichend.

Der gewichtigere Unterschied scheint mir dagegen zu sein, dass ETFs üblicherweise einen breiten Börsenindex nachbilden und von ihrem Managementansatz daher per Definition völlig passiv ausgerichtet sind. Dadurch können sie auch im Vergleich zu aktiv verwalteten Fonds sehr günstig angeboten werden. Die geringe Kostenbelastung ist meines Erachtens somit auch der größte Vorteil von ETFs gegenüber den traditionellen aktiven Aktienfonds.





Life&LAW: Mit ETFs wird es mir aber nie gelingen, den Markt zu schlagen. Ist das nicht ein Nachteil?

Dr. Stefan Ruenzi: Tatsächlich sollte ein ETF in der Regel exakt die Rendite des Marktindex erbringen, auf den er lautet. Natürlich erscheint es zunächst ein Nachteil zu sein, dass man mit einem ETF somit per Konstruktion den Markt nicht schlagen kann. Dem steht allerdings der Vorteil gegenüber, dass man mit einem ETF auch nicht wesentlich schlechter als der Markt abschneiden wird. Insgesamt überwiegt dieser Vorteil meiner Meinung nach sogar deutlich. Die Mehrzahl der aktiven Fonds ist nämlich ebenfalls nicht in der Lage, den Markt zu schlagen. So schlägt beispielsweise über einen 10-Jahreszeitraum typischerweise weniger als jeder Dritte Fonds den Markt, während die restlichen zwei Drittel der Fonds teilweise deutlich schlechter abschneiden als der Markt; und die wenigen Gewinner zu identifizieren ist nicht nur für Kleinanleger sondern auch für Finanzberater fast unmöglich.

Life&LAW: Viele Anleger tendieren dazu, nur in Deutschland zu investieren. Warum ist eine breite Streuung der Geldanlage so wichtig?

Dr. Stefan Ruenzi: Eine breite Streuung der Geldanlage ist wichtig, weil man damit die Risiken einer Aktienanlage reduzieren kann. Die sogenannte Diversifikation – also die möglichst breite Streuung der Geldanlage – ist eines der Grundprinzipien der modernen Portfoliotheorie. Die Idee ist hierbei, dass man durch Diversifikation immer mit manchen Anlagen gut und mit anderen Anlagen nicht so gut abschneidet. Insgesamt ergibt sich somit im Mittel eine relativ stabile Performance, da sich Verluste in bestimmten Positionen automatisch durch Gewinne in anderen Positionen ausgleichen.

Im Vergleich dazu bietet eine konzentrierte Investition in nur wenige oder eine einzige Industrie oder in nur wenige oder ein einziges Land in der Regel eine wesentlich instabilere Performance. Läuft die Investition gut, ist man auf der Gewinnerseite; läuft sie schlecht, ist man deutlich auf der Verliererseite. Insgesamt ist somit die Schwankungsbreite wesentlich höher als bei einer breit gestreuten Investition. Man setzt mit einer solchen Investition alles auf ein Los. Investiert man beispielsweise ausschließlich in deutsche Aktien, so hängt der Erfolg einzig und alleine von der Entwicklung des deutschen Aktienmarktes ab. Zu raten ist hier eher zu ei-

ner weltweit gestreuten Anlage, die möglichst auch das ganze Spektrum verschiedener Industrien abdeckt.

Life&LAW: Ist es überhaupt ratsam, derzeit in die Aktienmärkte zu investieren oder sollte man nicht besser warten, bis die Finanzkrise ausgestanden ist?

Dr. Stefan Ruenzi: Diese Frage kann Ihnen leider niemand seriös beantworten. Erst im Nachhinein wird sich zeigen, ob genau jetzt der richtige Zeitpunkt für eine Investition ist oder ob man lieber noch gewartet hätte. Grundsätzlich lässt sich aber sagen, dass eine Investition in Aktien über längere Zeiträume in der Vergangenheit einer Investition etwa in Renten- oder Geldmarktpapiere stets überlegen war. Natürlich ist dies keine Garantie, dass auch in der Zukunft mit Aktien in jedem Fall mehr verdient werden kann als mit anderen Anlagemöglichkeiten. Grundsätzlich sollte jeder Anleger für sich – eventuell mit Hilfe eines Beraters – seine Risikoneigung bestimmen. Basierend darauf kann festgelegt werden, welchen Teil seines Vermögens in Aktien investiert werden soll. Den richtigen Ein- bzw. Ausstiegszeitpunkt festzulegen ist jedoch mindestens genauso schwierig, wie den nächsten Gewinnerfonds zu identifizieren.

Life&LAW: Wie würden Sie investieren, wenn Sie heute 100.000 Euro für 10 Jahre anlegen sollten?

Dr. Stefan Ruenzi: Ich persönlich würde wohl den Hauptanteil in international diversifizierte ETFs investieren und darauf achten, möglichst viele Branchen und Länder abzubilden. Ein Hauptaugenmerk würde ich dabei auf die jährliche Gebührenbelastung legen.

Vermutlich würde ich aber auch entgegen jeder Vernunft einen kleinen Teil der Summe direkt in individuelle Aktien investieren – dies aber nicht, weil ich etwa davon ausgehe, gerade diejenigen Aktien mit den größten Kurssteigerungspotentialen identifizieren zu können. Der Grund hierfür wäre eher, dass es auch einfach Spaß machen kann, bestimmte Aktien auszuwählen und deren Entwicklung zu verfolgen. Diesem „Spieltrieb“ sollte man jedoch nur mit einem kleinen Anteil seines Vermögens nachgehen. Man sollte nur einen Betrag in solche individuellen Wetten investieren, der so niedrig ist, dass man auf ihn im Notfall auch verzichten könnte. Eine Investition in eine Einzelaktie gleicht nämlich eher dem Kauf eines Lotterieloses – und da gibt es zwar im Einzelfall große Preise zu gewinnen, es überwiegen aber leider oft die Nieten.