

Nummer 22, 3. Februar 2014

Heute mit dem Schwerpunkt Investmentfonds und folgenden Themen:

- **Zerstört sich die Publikumsfondsbranche selbst?**
- **Welche Fehler wiederholen Fondsmanager bei Auslandsanlagen?**
- **Warum sind Investmentfonds immer noch so schlecht?**
- **John C. Bogle und sein Fokus auf Fondskosten**

In „**Klartext: Der aufhaltbare Niedergang der Publikumsfonds**“ geht es um ein Finanzprodukt, das eigentlich viele offensichtlichen Vorteile hat. Dennoch stößt es in Deutschland derzeit nur noch auf mäßiges Interesse. Viele Publikumsfonds können die Erwartung einer überdurchschnittlichen Wertentwicklung nicht erfüllen: Sie haben einen indexorientierten Investmentansatz, verursachen aber erhebliche Kosten. Damit sind sie gegen echte Indexfonds auf Dauer nicht wettbewerbsfähig. Abhilfe kann nur schaffen, wenn auf mehr Qualität im Management Wert gelegt wird und aktiv verwaltete Fonds als konkurrenzfähige Nischenprodukte positioniert werden.

Schwellenländeranlagen machten in den vergangenen Monaten wieder negative Schlagzeilen. In „**Burning Other People's Money**“ wird gezeigt, dass die Geldvernichtung durch Investments in Ländern mit strukturellen Leistungsbilanzdefiziten einem fast 200 Jahre altem Muster folgt. Diese Nationen enttäuschen regelmäßig Anleger aus den gleichen Gründen. Trotzdem zieht insbesondere der vorgebliche „Nachholbedarf“ von defizitären Schwellenländern immer wieder Investoren an, die damit einen bekannten Anlagefehler wiederholen.

Der Beitrag „**Warum sind so viele Investmentfonds so schlecht? – Teil 2**“ baut auf einer Analyse aus „*Mit ruhiger Hand*“ vom Oktober 2012 auf, in der die Gründe für die unterdurchschnittliche Performance der meisten Fonds untersucht wurden. Seitdem haben sich einige Veränderungen ergeben: Mischfonds sind zur meistverkauften Fondskategorie aufgestiegen; die BaFin hat Vorschriften zu Performancefees erlassen und die Investoreninformation wurde mit dem KID standardisiert. Darüber hinaus wurde mit dem neuen Kapitalanlagegesetz (KAGB) die Regulierung ausgeweitet.

Mischfonds haben sich jedoch als Performancekiller erwiesen. Viele neue Vorschriften haben zwar mehr Bürokratie, aber wenig effektive Verbesserungen gebracht, da sie leicht zu umgehen sind. Die Informationen im KID können für Anleger stark irreführend sein. Das grundlegende Problem der Fondsbranche – zu viele überflüssige Kosten – wird nicht angegangen und bleibt ungelöst.

Das Porträt „**John C. Bogle: Auf die Kosten kommt es an!**“ stellt den durch Indexfonds bekannt gewordenen Gründer der Fondsgesellschaft Vanguard vor, der die Bekämpfung von unnötigen Kosten bei Fonds zu seinem Thema gemacht hat. In dem Beitrag wird dargestellt, wie er dazu kam und welche Lehren sich aus seinem Wirken nach wie vor ziehen lassen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Der aufhaltbare Niedergang der Publikumsfonds

Liebe Langfristanleger,

eigentlich ist ein Publikumsfonds ein tolles Finanzprodukt: Anleger können auch kleine Summen breit gestreut anlegen. Dabei können sie sich einem professionellen Portfoliomanagement anvertrauen und müssen sich nicht selbst täglich mit den Kapitalmärkten befassen. Zudem sind Fonds als rechtlich unabhängige Sondervermögen besonders gut geschützt.



Inhalt:

Seite 5: Burning Other People's Money

Seite 8: Warum sind so viele Investmentfonds so schlecht? – Teil 2

Seite 16: John C. Bogle: Auf die Kosten kommt es an!

Seite 20: Impressum, Anhang

Seite 23: Disclaimer

Dennoch haben es Publikumsfonds derzeit schwer. Zwar fließen der Investmentbranche Gelder in Hülle und Fülle zu. Allein von Januar bis November sammelte die deutsche Fondsbranche laut Statistik des Branchenverbandes BVI Investorengelder in Höhe von 69,7 Mrd. € ein. Allerdings beruhte der Löwenanteil auf Zuflüssen in Spezialfonds, die für institutionelle Großanleger aufgelegt werden. Bleiben noch 14,4 Mrd. € für Publikumsfonds.

Diese Zahl sieht auf den ersten Blick nicht so schlecht aus. Das Bestandsvolumen ist mit 711 Mrd. € allerdings schon relativ hoch. Das ausgewiesene Wachstum beträgt also gerade einmal 2%. Zudem muss man bei der BVI-Statistik

beachten, dass Dachfonds doppelt auftauchen, da man sowohl sie wie auch die endgültig gekauften Fonds zählt. Zieht man sie ab, kommt man auf einen Netto-Bestand von 653 Mrd. € und einen Netto-Zuwachs von 11,5 Mrd. €. Dies ist wenig angesichts von ca. 160 Mrd. € zusätzlicher Ersparnis 2013.

Bedenklich ist auch, dass die Mittelzuflüsse vorzugsweise in Rentenfonds gehen (+ 10,2 Mrd. €), die angesichts der aktuellen Zinssituation kaum Chancen auf reale Wertsteigerungen haben; sowie in Mischfonds (+11,6 Mrd.€), deren Performance-Vergangenheit in Deutschland bisher desaströs war (hierzu mehr im übernächsten Beitrag). Aktienfonds, die für die langfristige Kapitalbildung so wichtig wären, mussten hingegen heftige Abflüsse verkraften (- 5,7 Mrd. €).

Was sich aus der BVI-Statistik nicht genau ablesen lässt, sind die Absatzergebnisse für Indexfonds. Allerdings lassen die Zahlenangaben vermuten, dass sich Deutschland im vergangenen Jahr dem globalen Trend zu diesen Produkten aufgrund eines Sondereffekts entzogen hat. Es gab speziell bei einem Anbieter starke Abflüsse, der sich auf synthetische ETFs spezialisiert hatte. Diese bilden Indizes nicht mit realen Wertpapieren, sondern mit Derivaten nach. Dies wird von Investoren zurecht zunehmend abgelehnt, da hierdurch ein zusätzliches Kontrahentenrisiko entsteht.

Im globalen Anlagegeschäft lassen sich börsengehandelte Indexfonds nicht mehr wegdenken, wie Zahlen der Researchgesellschaft ETFGI zeigen. So flossen weltweit in 2013 243,1 Mrd. US\$ in In-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

dexfonds nach 265 Mrd. US\$ im Vorjahr. Insbesondere in den USA ist ein starkes Wachstum von Index-Aktienfonds zu verzeichnen, die zunehmend traditionelle Publikumsfonds verdrängen.

Indexfonds haben gegenüber ihren etablierten Wettbewerbern erfahrungsgemäß eine signifikant bessere Performance, was sie zunehmend bei Privatanlegern beliebter macht. Der erste offensichtliche Grund hierfür ist, dass sie mit deutlich weniger Gebühren belastet sind. Verwaltungsvergütungen im Promillebereich und die Nutzung von Programmhandel zur Minimierung von Transaktionskosten haben die laufenden Kosten auf ein Minimum gedrückt. Die klassischen Publikumsfonds hingegen sind mit Gebühren überladen. Bei Aktienfonds sind laufende Kosten von 2% p.a. keine Seltenheit. Hierin sind Vertriebsvergütungen enthalten, mit denen man als Anleger auch belastet wird, wenn man keine Finanzberatung in Anspruch genommen hat. Hinzu kommen in guten Jahren noch oft Performancegebühren. Weiterhin kann man je nach Produkt aufgrund von Transaktionen versteckte Kosten von ca. 1%-2% p.a. hinzurechnen, bei populären Fonds sogar mehr. Selbst wenn fähige Fondsmanager vor Kosten regelmäßig den Index übertreffen, reicht diese Wertentwicklung nicht aus, um die Aufwendungen wieder zu kompensieren. Doch wie wahrscheinlich ist es, dass man tatsächlich einen Fondsmanager finden kann, der sich deutlich vom Index absetzt?

Eine Studie der britischen Gesellschaft SCM Private hat im vergangenen Jahr die Fondsstrukturen von aktiv gemanagten Aktienfonds in den USA und Großbritannien verglichen. Das Ergebnis: In den USA waren 10% der untersuchten Fonds von ihrer Struktur her dem Benchmarkindex sehr nahe. 65% hatten sehr deutliche Abweichungen zum Marktindex. In Großbritannien hingegen waren 46% dem Index sehr nahe; nur 24% hatten sehr deutliche Abweichungen. Für Kontinentaleuropa wurden keine Zahlen ermittelt, ich würde aber aufgrund meiner Erfahrungen schätzen, dass der Anteil der Fonds, die sehr indexnah strukturiert sind, noch weit höher bei klar über 50% liegt; während die deutlich indexfernen Produkte eindeutig weniger als 20% ausmachen.

Zumindest in Europa sind also ein großer Teil der Publikumsfonds echte Mogelpackungen, bei denen die Kunden einen Indexfonds bekommen, aber trotzdem hohe Gebühren für aktives Management zahlen. Durch kostspielige Fondsmanager ist dies aber nicht begründet. Die Portfolios werden in Europa üblicherweise von mäßig bezahlten Mitteldreißigern gesteuert, die nach kurzer Eingewöhnungszeit Verantwortung für Hunderte von Millionen von Anlegergeldern aufgebürdet bekommen. Nicht wenige sind hiervon überfordert und freuen sich, wenn sie einen Marktindex als Orientierungsmarke haben. Wenn sie dann mit ihren Publikumsfonds relativ konsistent jährlich ca. 2-3% hinter ihrem Vergleichsindex liegen, ist dies unter den Umständen nicht erstaunlich.

Doch woran liegt diese Vernachlässigung der Qualität im Fondsmanagement? Eine Erklärung für das Versagen europäischer Fonds könnte sein, dass die Anlagemanager im Gegensatz zu US-Wettbewerbern in Bank- und Versicherungskonzerne eingebunden sind, denen Kundeninteressen relativ egal sind. Allerdings ist die Unabhängigkeit von Finanzkonzernen auch keine Erfolgsgarantie.

Der Franzose Édouard Carmignac war mit seiner 1989 gegründeten Investmentfirma bis vor wenigen Jahren der große Hoffnungsträger der europäischen Fondsindustrie. Mit seinem Ansatz, auf Unternehmen zu setzen, die von langfristigen ökonomischen Trends profitieren, gelang ihm über Jahre

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

hinweg eine herausragende Performance. Seine Gesellschaft gründete immer neue Fonds und bekam hohe Zuflüsse. 25 Jahre nach Gründung ist der einst erfolgreiche Nischenmanager im industriellen Mittelmaß angekommen. Die Wertentwicklung der meisten Produkte ist nur noch mäßig, trotzdem wurden teilweise enorme Performancegebühren abkassiert.

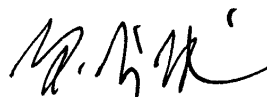
Der ebenfalls unabhängigen britischen Investmentfirma Invesco wurde im Oktober 2013 ein Schlag versetzt, als ihr Aushängeschild, der 53 jährige Starfondsmanager Neil Woodford, frustriert seinen Job hinschmiss. Die Industrie orientiere sich immer kurzfristiger, klagte er. Langfristige Anleger würden trotz ihrer augenscheinlichen Erfolge immer weiter an den Rand gedrängt. Jetzt will Woodford bei einer kleinen Investmentfirma weitermachen. Es wird spannend, wie er sich behaupten kann.

Denn es gibt ein zweites grundsätzliches Problem der Fondsbranche, das die Performance der Publikumsfonds beeinträchtigt: das prozyklische Verhalten vieler Anleger, das durch die Empfehlungen von Investmentconsultants und Fondsratingagenturen noch verstärkt wird. Als Hauptkriterium bei der Fondsauswahl hat sich vielfach die unmittelbare vergangene Performance der jeweiligen Investmentprodukte herauskristallisiert. Ein Fonds, der einen guten Track-Record hat, wird mit Geldern überschwemmt. Diese werden, wenn es nicht mehr so gut läuft, gleich wieder abgezogen. Dieses „fund hopping“ generiert enorme Kosten und belastet die Wertentwicklung. Entgegenwirken kann ein Anbieter nur, indem Fonds frühzeitig geschlossen werden. Dies machen aber die wenigsten, weil sie ja ein finanzielles Interesse am Verkauf haben. Blackrock ist unter den große Anbietern derzeit eine der wenigen rühmlichen Ausnahmen: Am 7. November 2013 wurden der BGF Continental European Flexible Fund und der BSF European Absolute Return Fund geschlossen, um zu große Mittelzuflüsse abzuwehren.

„Teuer und schlecht“ ist kein Erfolgsrezept für die Zukunft. Damit der traditionelle Publikumsfonds sich langfristig behaupten kann, ist ein radikales Umdenken bei den Fondsgesellschaften notwendig, von dem aber bisher wenig zu erkennen ist. Noch immer spielt dauerhafte Produktqualität kaum eine Rolle. Nach wie vor wird vor allem versucht, indexorientierte Produkte als aktive Fonds zu verpacken und dann zu überhöhten Gebühren zu verkaufen. Immer mehr Anleger durchschauen aber dieses Spiel. Nur mit überzeugenden Produkten, die tatsächlich das Versprechen eines professionellen aktiven Fondsmanagements erfüllen, kann man den Verfall des Publikumsfonds aufhalten.

Die Entwicklungen in den USA zeichnen dabei den Weg vor: Indexfonds werden das standardisierte Massenprodukt in der Kapitalanlage. Aktive Fonds sind – wie die Zahlen von SCM Private zeigen – dort deutlich indexferner ausgerichtet. Sie haben nur dann eine Chance, wenn sie sich entweder klar zu einem Investmentstil bekennen wie Value- oder Wachstumsfonds; oder auf Marktnischen spezialisiert sind, bei denen eine Indexierung aus Liquiditätsgründen fragwürdig ist, wie z. B. bei Schwellenländeranlagen, Nebenwerten oder Unternehmensanleihen. Im Wettbewerb zwischen US-Fonds wird Qualität immer wichtiger. Europäische Anbieter können nur überleben, wenn sie dem folgen.

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



Burning Other People's Money

Von Karl-Heinz Thielmann

Wir haben wieder Krisen. Diesmal nicht in Griechenland, Spanien oder Irland, sondern in der Türkei und Indien. Und wieder sind viele Ökonomen und Fondsmanager überrascht. Dabei folgen auch die aktuellen Ereignisse einem bekannten Grundmuster: Die internationalen Finanzmärkte haben jahrelang Leistungsbilanzdefizite in strukturell problematischen Ländern finanziert. Irgendwann kehren sich dann jedoch die Kapitalströme um, die Schulden sind aber nicht rückzahlbar. Das große Wehklagen geht los.

Und auch dieses Mal hätte man es wieder wissen müssen: Andauernde Leistungsbilanzdefizite sind nicht gesund. Sie sind insbesondere ungesund in Zusammenhang mit korruptionsanfälligen Regierungsapparaten oder aufgeblähten Immobilienmärkten.

Während Schwellenländer (sowie Griechenland & Italien) mehr dazu neigen, das Geld durch korrupte Eliten zu verschwenden, ist in westlichen Demokratien (ohne Griechenland & Italien) meistens ein aus dem Ruder gelaufener Immobilienmarkt eine Ursache des Debakels. Der andere Grund sind ausländische Kapitalgeber, die angelockt von optimistischen Ökonomen-Prognosen und hohen Zinsen den ganzen Unsinn finanzieren.

Dies ist keine neue Einsicht. Bereits 1825 endete eine erste Welle von Kapitalexporten nach Südamerika mit einem großen Börsenkrach. In den letzten Jahren hat sich aber die Krisenfrequenz erhöht: Ob lateinamerikanische Schuldenkrise und US-Savings and Loans-Krise in den 80ern; die EWS-Krise Anfang der 90er; die Asien- und Russlandkrise Ende der 90er; US-Immobilienkrise 2007 oder zuletzt die Eurokrise; das Finanzkrisenkarussell rotiert immer schneller. Und immer gab es eindeutig eine Gemeinsamkeit: Kapitalimporte, die in Empfängerländern unproduktiv verbraten wurden. Diese banale Erkenntnis wird jedoch von vielen für internationale Anlagen verantwortlichen Fondsmanagern beharrlich ignoriert. Sie wiederholen deswegen seit Jahrzehnten immer wieder die gleichen Fehler.

Vor einigen Wochen gab es in der internationalen Öffentlichkeit eine erregte Diskussion über die deutschen Exportüberschüsse. Was leider in den meisten Beiträgen hierzu unterging, war, dass diese hohen Warenausfuhren auch zu hohen Kapitalexporten führen. Es gibt daher einen permanenten Anlagebedarf für Auslandsinvestments. Aber gerade die Deutschen neigen dazu, ihr Kapital im Ausland nicht gerade weise anzulegen. Dies hat in der internationalen Finanzbranche zum Begriff des „Stupid German Money“ bzw. „Dumb German Money“ geführt und wurde bereits in der Septemberausgabe 2013 von *Mit ruhiger Hand* thematisiert.

Das DIW hat einmal die Verluste deutscher Anleger im Ausland zwischen 1999 und 2012 mit 400 Mrd. € beziffert. Sie sind damit die bevorzugten Finanzierer von Krisenstaaten und anderen Geldverschwendern. Der Exportweltmeister verzockt sein sauer verdientes Geld gerne in Problemländern.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Die ständig abfolgenden Finanzkrisen sind daher das Spiegelbild der Exporterfolge Deutschlands und einiger anderer Nationen mit strukturellen Überschüssen. Dies sind Rohstoffexporteure wie die Golfstaaten bzw. Russland oder Nigeria. Bei den entwickelten Volkswirtschaften sind dies neben Deutschland Länder wie die Schweiz oder Schweden, die auf Exporte von qualitativ hochwertigen Produkten spezialisiert sind. Diese Gruppe von Nationen möchte ich hier „Überschusskapital generierende“ Länder (bzw. in Anlehnung an die englische Sprache „Generating Surplus Capital“-Länder, abgekürzt GSC-Länder) nennen. Mit ihren Exportüberschüssen finanzieren diese Nationen die Defizite anderer. Dies muss aber nicht notwendigerweise zu Verlusten führen. Insbesondere die Skandinavier haben mit ihren nationalen Pensionsfonds (am bekanntesten und größten der norwegische Pensionsfonds) Wege gefunden, ihr Überschusskapital gut rentierlich anzulegen.

Demgegenüber stehen Länder, die dauerhafte Kapitalverkehrsdefizite haben, und damit auf ausländische Kapitalgeber angewiesen sind, die ihr Geld in der Summe niemals wiedersehen werden. Diese Nationen möchte ich hier als Länder, die „das Geld anderer Leute verbrennen“ („Burning Other People's Money“(BOPM)-Länder) bezeichnen.

Hierbei handelt es sich einerseits um einige angloamerikanische Länder wie Australien, USA oder Großbritannien, die erfolgreich ein Image als „kapitalistisch“ kultivieren und damit seit Jahrzehnten von Bürokratie und Überregulierung genervte Ausländer anziehen. Die Naivlinge werden dann mit kunstvoll arrangierten Immobilienanlagen, Finanzinnovationen, Medienbeteiligungen oder Rohstoffprojekten um ihr Geld erleichtert. Interessant bei all diesen Nationen ist, dass in ihren Volkswirtschaften der Dienstleistungssektor eine überragende Rolle spielt. Und gerade der Finanzdienstleistungssektor ist Ausländern dann gerne beim Finden von schlechten Investments erfolgreich behilflich. Allerdings haben es diese Nationen bei der Geldvernichtung – selbst bei gelegentlichen Immobilienblasen – aber auch noch nicht so übertrieben, dass ihnen an den internationalen Finanzmärkten ernsthaft jemand böse sein wollte.

Andererseits gibt es aber auch eine Reihe von Nationen, die mittels optimistischer Wachstumsprognosen aufgrund ihres „Nachholbedarfs“ Gelder anziehen. Allerdings werden wichtige Wirtschaftsreformen nur halbherzig durchgeführt oder vorgetäuscht. Mit den Kapitalimporten bereichern sich vor allem korrupte Eliten, Produktivität und internationale Wettbewerbsfähigkeit hingegen nehmen ab. Hierzu gehörten bisher Länder wie Griechenland, die Türkei, Indien, Brasilien oder Indonesien.

Dennoch ist die Lage auch für BOPM-Länder nicht hoffnungslos. Südkorea hat sich nach der Krise 1998 vom BOPM-Land zu GSC-Land gewandelt, ist aber eine Ausnahme geblieben. Japan allerdings hat derzeit genug von der Rolle als GSC-Land und versucht gerade, den umgekehrten Weg zu gehen.

Im Moment haben wir ein weltwirtschaftliches Gleichgewicht in der Form, dass einige Nationen mit ihren Exporterfolgen Werte generieren, die von anderen Ländern wieder verjubelt werden. Damit die Geberländer nicht zu reich werden und daraus ein Ungleichgewicht entsteht, müssen die Empfängerländer ihre Schulden regelmäßig entwerten, sei es auf „weiche Art“ mittels Währungsabwertung oder durch Finanzkrisen „auf die harte Tour“.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Alle paar Jahre kommt in irgendeiner Region dieser Erde das große Aufwachen: Die Schuldner sind pleite und müssen „gerettet“ werden. Doch diese Rettung besteht dann zumeist in einer komplizierten Umschuldung, bei der die Gläubiger draufzahlen. Dass echte Veränderungen – wie z. B. in Südkorea – bisher sehr selten waren, hat Investoren aber bisher noch nicht davon abgebracht, bei internationalen Anlagen immer wieder auf einen fast 200 Jahre alten Trick hereinzufallen. Insofern wird uns dieses Wechselspiel von idiotischen Kapitalströmen und anschließenden Krisen wohl auch in den nächsten Jahren erhalten bleiben.

Antriebskräfte der wirtschaftlichen Entwicklung

	Schwellenländer	Entwickelte Volkswirtschaften
Dauerhafte Kapitalimporteure (BOPM-Länder)	Indien, Türkei, Brasilien Nachholbedarf	Australien, USA, Großbritannien Dienstleistungen
Dauerhafte Kapitalexporteure (GSC-Länder)	Russland, Golf-Staaten, Nigeria Rohstoffe	Deutschland, Schweiz, Schweden Produktqualität

Gerade aus deutscher Perspektive ist dies eine wenig erbauliche Aussicht. Ein wenig helfen könnte, wenn man – wie in z. B. Norwegen – zumindest einen Teil der Kapitalverkehrsüberschüsse in einen professionell gesteuerten nationalen Pensionsfonds umlenken würde. Und natürlich könnten auch deutsche Finanzinstitute ihren Anlegern endlich mal Angebote machen, die nicht hohes Risiko mit niedrigen Erträgen kombinieren und damit ideal zur Kapital-Weiterleitung in die BOPM-Länder sind. Aber wie aus „Dumb German Money“ einmal „Intelligent German Money“ wird, ist ein anderes Thema, auf das man in *Mit ruhiger Hand* sicher noch oft zurückkommen wird.

Für individuelle Anleger kann man zumindest die Konsequenz ziehen, dass langfristige Investments in Anleihen oder Währungen nur in entwickelten Volkswirtschaften mit Leistungsbilanzüberschüssen einigermaßen sicher erscheinen. Aktienanleger können hingegen auch in entwickelten BOPM-Ländern oder Rohstoffnationen die eine oder andere interessante Investmentmöglichkeit finden, sollten sich aber dann der hiermit verbundenen erhöhten Risiken bewusst sein.

Anlagen in Ländern mit „Nachholbedarf“, die Leistungsbilanzdefizite akkumulieren, sind hingegen auf die Dauer ruinös. Nichtsdestotrotz werden sie auch in den kommenden Jahren wieder die Unbelehrbaren anziehen. Bedauerlicherweise kann man weiterhin davon ausgehen, dass viele Fondsmanger insbesondere bei großen Vermögensverwaltern eine führende Rolle dabei spielen werden.

Warum sind so viele Investmentfonds so schlecht? – Teil 2

Von Karl-Heinz Thielmann

In der Oktoberausgabe 2012 von *Mit ruhiger Hand* wurde in dem Beitrag „Warum sind so viele Investmentfonds so schlecht?“ der Frage nachgegangen, warum so viele Publikumsfonds regelmäßig hinter ihre Vergleichsindizes zurückfallen. Seitdem ist einiges passiert, und hierauf soll in folgendem Beitrag eingegangen werden.

Doch bevor die jüngsten Entwicklungen beschrieben werden, sollen die wichtigsten Ergebnisse der angesprochenen Analyse hier noch einmal zusammengefasst werden:

- Viele empirische Untersuchungen zeigen, dass Publikumsfonds es größtenteils nicht schaffen, ihren Vergleichsindex zu schlagen, obwohl sie durch aktive Managemententscheidungen professionell erwirtschaftete Zusatzerträge versprechen. Je länger der Betrachtungszeitraum wird, desto weniger aktiv gemanagte Fonds übertreffen ihre Benchmark.
- Publikumsfonds sind in erheblichem Umfang mit direkten und indirekten Kosten belastet. Bei den direkten Kosten besteht nur hinsichtlich der fixen Kosten Transparenz. Sie kommt in einer Kennzahl zum Ausdruck, für die sich der irreführende Begriff „Gesamtkostenquote“ (oder auch Total Expense Ratio) eingebürgert hat, obwohl sie keine Transaktionskosten enthält. Diese sind nur umständlich aus den Geschäftsberichten ermittelbar. Indirekte Kosten, die sich aus Handelsspannen und Market Impact ergeben, sind nicht nachvollziehbar.
- Insbesondere Fonds mit hohen Mittelbewegungen sind massiv von indirekten Kosten betroffen. In den letzten Jahren haben Consultants sowie Anreizmechanismen im Vertrieb oder beim Dachfondsmanagement dafür gesorgt, dass Mittelzuflüsse vor allem in Fonds mit gerade zurückliegenden guter Performance gehen. Daher werden gerade diese stark mit indirekten Kosten belastet, was ihnen eine Fortsetzung ihres Erfolgsweges praktisch unmöglich macht. Dies ist der Grund, warum es so wenig langfristig erfolgreiche Publikumsfonds gibt.
- Nach unseren Schätzungen liegt die Belastung mit direkten und indirekten Kosten bei europäischen Aktienfonds im Durchschnitt bei ca. 4% p.a. und kann bei Fonds mit sehr starken Mittelbewegungen sogar noch viel stärker sein.
- Wenn Fondsmanager jährlich im Durchschnitt 2% schlechter sind als ihr Vergleichsindex, heißt dies bei realistischen Kosten von 4% p.a., dass sie für ihre Kunden tatsächlich 2% p.a. an Wert generiert haben. Entgegen einem weitverbreiteten Vorurteil schaffen Fondsmanager im Durchschnitt also Werte. Dies reicht aber nicht aus, um die Kostenbelastung aufzufangen.

Seitdem hat es jedoch einige Entwicklungen gegeben, die zumindest eine Ergänzung des ursprünglichen Textes erforderlich machen. Im einzelnen handelt es sich um folgende Punkte:

- Der Aufstieg der „Mischfonds“ zur meistverkauften Fondskategorie in Deutschland.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- Eine neue Regulierung der BaFin bezüglich der Performancefees in deutschen Investmentfonds.
- Das KID setzt sich immer mehr als Standard in der Information von Privatkunden über Investmentfonds durch.
- Im Sommer ist das neue Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) mit 355 Paragrafen in Kraft getreten, das die Regeln der europäischen Richtlinie AIFMD umsetzt und die Regulierung der Investmentbranche wesentlich erweitert.

Triumph der Gurken: Der Aufstieg der Mischfonds

Eines der erstaunlichsten Phänomene der vergangenen Jahre ist die wachsende Beliebtheit von Mischfonds, die Aktien- und Rentenanlagen kombinieren. In den ersten 11 Monaten 2013 wurden alleine in Deutschland für 11,6 Mrd. € Mischfonds abgesetzt. Dieser Zuwachs wurde aber nicht nur durch einen Zugewinn neuer Kunden erzielt. Im gegenüber standen u. a. auch Rückgaben bei reinen Aktienfonds in Höhe von 5,7 Mrd. €.

Auf den ersten Blick erscheint diese Entwicklung nicht unlogisch. Mischfonds vereinen unterschiedliche Anlageklassen und bieten so einem Anleger eine Gesamtlösung für seine Vermögensverwaltung aus einer Hand. Allerdings hat dieses Argument einen Schönheitsfehler: Die überwiegende Anzahl der Mischfonds hat nicht nur die gleichen Performanceprobleme wie normale Fonds für Renten oder Aktien. Sie weisen weitaus gravierendere Mängel bei der Wertentwicklung auf.

Eine im August 2013 veröffentlichte Studie von Morningstar hat beispielsweise ermittelt, dass flexible deutsche Mischfonds in den 3 Jahren bis Juli 2013 durchschnittlich eine um 7% schlechtere jährliche Wertentwicklung hatten als ein von der Analysefirma ermittelter Vergleichsindex. Dieses Ergebnis ist nicht anders als katastrophal zu bezeichnen.

Von Feri Eurorating ermittelte und im Auftrag des Handelsblattes veröffentlichte Performancezahlen weisen für Mischfonds global dynamisch über die letzten 5 Jahre eine Wertentwicklung von 3,8% aus. Ein durchschnittlicher Fonds für globale Aktien hätte im gleichen Zeitraum 12% p.a. erreicht, ein durchschnittlicher globaler Anleihenfonds 4,5% p.a. Hätte ein Anleger vor 5 Jahren statt eines durchschnittlichen Mischfonds durchschnittliche Renten- bzw. Aktienfonds in einer 50:50 Gewichtung gekauft, so hätte er 8,25% p.a. erzielt und damit jährlich 4,45% mehr. Rechnet man die direkten und indirekten Fondskosten dazu, die Morningstar in seiner Analyse nicht berücksichtigt hat und die eine Unterperformance von jährlich 2-3% zum Referenzindex begründen, kommt man auf eine ähnliche Größenordnung wie Morningstar und damit zu einer Bestätigung des desaströsen Ergebnisses.

Mischfonds erzielen in der Praxis also jährlich ca. 4,5% weniger Wertzuwachs als spezialisierte Durchschnittsfonds für Aktien oder Renten sowie 7% weniger als eine Marktbenchmark. Wenn man als jährliche Durchschnittsrendite (sehr optimistisch) bei Aktienmärkten langfristig ca. 8% und (noch optimistischer) bei Rentenmärkten von ca. 4% unterstellt, würde man bei einer Struktur 50% Aktien und 50% Renten (ohne Berücksichtigung von Rebasierungseffekten) für den gesamten Börsenzyklus auf eine Renditeerwartung von ca. 6% p.a. kommen. Wenn Mischfonds allerdings jährlich 7% unter

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

ihrer Markttrendite bleiben, dann kommt als Ergebnis eine zu erwartende jährliche Wertvernichtung von nominal 1% heraus. Hierbei sind Steuern und Inflation noch gar nicht berücksichtigt, sie würden zu mindestens 3% an realen Werteinbußen jährlich führen. Bei etwas vorsichtigeren Annahmen einer Aktienmarkttrendite von jährlich 5% und bei Renten von jährlich 2 % (immerhin noch mehr als die 1,66%, die eine Bundesanleihe derzeit bringt) würde dies bei Mischfonds eine durchschnittliche nominale Wertvernichtung von 3,5% p.a. implizieren; real mindestens 5% p.a. Dies ist bei Anlageprodukten, die gerade Kleinanlegern zum Vermögensaufbau verkauft werden, völlig inakzeptabel.

Doch warum sind flexible Mischfonds so enttäuschend? Morningstar hat in weiteren Analysen den wesentlichen Grund für das schlechte Abschneiden identifiziert: Die prozyklische Steuerung der Aktienquote durch die Fondsmanager. Während Mischfonds mit relativ starren Aktien- und Rentenquoten Ergebnisse liefern, die normalen Fonds vergleichbar sind, haben sich die derzeit besonders beliebten „flexible“ Mischfonds, die Renten- und Aktiengewichtungen nach der erwarteten Marktentwicklung ausrichten, als echte Wertvernichter erwiesen.

Die Auswertung der Asset Allocation der analysierten Fonds hat gezeigt, dass diese z. B. während der Eurokrise 2011 und 2012 in Reaktion auf Schwankungen der Aktienmärkte folgendermaßen angepasst wurde: Nach relativ hohen Aktienquote zu Beginn 2011 wurden diese nach dem Einbruch im Sommer wieder zurückgeführt. Nach der Erholung wurden wieder Aktien zugekauft. Eine Marktkorrektur im Mai 2012 resultierte wieder in Aktienverkäufen. Die Fortsetzung der Aufwärtsbewegung führte dann wieder zu Aufstockungen bei der Aktienquote.

Hoch kaufen, tief verkaufen, nach diesem Motto werden Aktienquoten in deutschen Mischfonds anscheinend überwiegend gesteuert, die Ergebnisse sind entsprechend. Damit wurde die an sich gute Idee (eine über Anlageklassen gestreute Investmentlösung aus einer Hand) durch ihre Umsetzung komplett verhunzt.

Wenn dennoch gerade Aktienfonds in Mischfonds getauscht werden, dürfte dies relativ einseitig mit Verkaufsinteressen der verschiedenen Finanzvertriebe zu tun haben. Denn vielen Privatkunden ist nach zwei positiven Börsenjahren der Aktienaufschwung suspekt geworden; sie wünschen eine Art Risikodämpfung. Doch anstatt den besorgten Investoren entweder den langfristigen Charakter ihre Aktienanlage zu erklären (damit lassen sich keine Provisionen verdienen) oder nur einen Teil der Aktien in einen Rentenfonds zu tauschen (damit lassen sich weniger Provisionen verdienen), wird lieber der ganze Bestand an Aktienfonds in Mischfonds getauscht (damit lässt sich am meisten verdienen). Dass diese Lösung für den Anleger höchst suboptimal ist, scheint egal.

Performancefees

Ein zentrales Element im ersten Beitrag von 2012 war die unfaire Gestaltung vieler Performance-Gebühren bei Publikumsfonds. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht BaFin hatte die beschriebene Problematik schon seit längerem erkannt und parallel zu meinem ersten Artikel eine Verordnung erarbeitet, die am 1. Juli 2013 umgesetzt wurde. Einige der angesprochenen Missstände bei Erfolgsvergütungen wurden hiermit beseitigt bzw. entscheidend abgemildert:

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- Performancefees aus Gewinnjahren dürfen in Zukunft nur noch verlangt werden, wenn vorher keine Verlustjahre relativ zur Berechnungsbasis vorhanden waren. Bevor Performancegebühren erhoben werden, müssen erst die Verluste ausgeglichen werden.
- die für die Berechnung der Performance Fee relevante Periode darf nicht kürzer sein als 12 Monate.
- Die Berechnung der Performancefee muss auf der Basis der Nettoperformance eines Fonds, also der Wertentwicklung nach Abzug der Fixkosten erfolgen.

Hiermit hat die BaFin zumindest für deutsche Fonds den übelsten Abzockmethoden bei der Berechnung von Performancefees einen Riegel vorgeschoben. Allerdings sind noch eine Reihe von Schlupflöchern offengelassen worden:

- So werden Verlustvorträge nach 5 Jahren gestrichen. Die BaFin hat mit dieser Bestimmung anscheinend im Auge gehabt, Fonds, die ein sehr schlechtes Jahr gehabt haben, nicht für alle Zeit den Anreiz zur Erzielung einer Performancefee zu nehmen.
- Die Regelungen gelten nur für in Deutschland beheimatete Fonds. Für Produkte, die deutsche Kapitalanlagegesellschaften über luxemburgische oder irische Tochterfirmen auflegen, sind sie nicht relevant. Damit bleibt ein Großteil der in Deutschland verkauften Fonds von dieser Regelung ausgenommen.
- Die BaFin hat nicht in die genaue Gestaltung der Fees eingegriffen, also weder Ober- noch Untergrenzen für die Berechnungsgrundlagen festgelegt. Abzocke bleibt also möglich, auch wenn sie jetzt für den Anleger leichter erkennbar wird.

Abschließend lässt sich feststellen, dass die Regeln der BaFin nur ein Zwischenschritt zur Beseitigung unfairer Performancegebühren sind, aber keine Lösung. Diese ist auch nicht absehbar, so lange sie von der europäischen Politik blockiert wird. Insofern muss trotz der erfolgten Verbesserungen die Empfehlung aus dem Oktober 2012 aufrecht erhalten werden:

„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.“

KID = Krasse Investoren Desinformation

Verbraucherschützer hatten in der Vergangenheit immer wieder bemängelt, dass die Information der Investmentgesellschaften über ihre Produkte mangelhaft sind. Insbesondere über Kosten und Risiken wurde unzureichend informiert. Eine Initiative, dies zu ändern, ist das sogenannte Produktinformationsblatt, das Privatanlegern auf einen Blick die wesentlichen Chancen und Risiken von Finanzprodukten übersichtlich darstellen soll.

Bei Investmentfonds wird das Produktinformationsblatt als »Wesentliche Anlegerinformationen« oder auch »Key-Investor-Information-Document« (KIID oder verkürzt KID) bezeichnet. Das KID ersetzt den vorher üblichen vereinfachten Verkaufsprospekt, der vielfach als zu unübersichtlich einge-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

schätzt wurde. Die Ausgestaltung geht auf Vorschriften der EU zurück, die als Standardvorlage für Information über Investmentfonds inzwischen europaweit durchgesetzt wurden.

Zugegebenermaßen ist das KID inzwischen übersichtlicher strukturiert als frühere Fondsinformationsblätter. Allerdings hat man bei ihm den Teufel mit dem Beelzebub ausgetrieben: Die neuen Vorschriften haben in keiner Weise zu einer Verbesserung der Anlegerinformation beigetragen. Dies wird deutlich, wenn man sich die einzelnen vorgeschriebenen Bestandteile genauer ansieht.

Die erste Rubrik „Ziele und Anlagepolitik“ wird von nichtssagenden Formulierungen bestimmt wie z. B. „strebt langfristiges Kapitalwachstum an“ oder „dieser Fonds ist unter Umständen nicht für kurzfristige Anlagen geeignet.“ Konkretere Angaben zum Investmentstil fehlen jedoch meistens, obwohl gerade diese wesentlich wären, um den jeweiligen Fonds richtig einzuordnen. So bekommt man nur wachsweiße Einheitssprachregelungen serviert, die vor allem dem juristischen Zweck dienen, durch Vermeidung konkreter Aussagen möglichst keine Angriffsfläche zu bieten.

Die zweite Rubrik „Risiko- und Ertragsprofil“ ist besonders irreführend, da sie auf vor allem auf dem von der EU-Kommission entwickelten SRRI-Indikator zur Risikobewertung aufbaut. Hinter diesem Indikator verbirgt sich nichts anderes als ein Durchschnittswert der Volatilität der vergangenen 5 Jahre. Dies ist insofern verwunderlich, weil gerade die Finanzkrise gezeigt hat, dass insbesondere das platte Gleichsetzen von Nicht-Volatilität mit geringem Risiko fatale Folgen haben kann.

Dieser Indikator teilt die Fonds in sieben Risikogruppen auf:

Risikoindikator	hist. Volatilität $\geq$	hist. Volatilität $<$
1	0	0,5
2	0,5	2
3	2	5
4	5	10
5	10	15
6	15	25
7	25	

Weiterhin soll der Fondsanbieter im Begleittext auf weitere Risiken hinweisen, wie z. B. Kontrahenten- oder Liquiditätsrisiken. Dies geschieht aber i. d. R. auch wieder mit relativ abstrakten und nichtsagenden Standardformulierungen. Greifbar – und vergleichbar – für den Anleger bleibt nur die Kennzahl des Risikoindikators.

Volatilität hat als Risikomaß für Kursrisiken durchaus seine Bedeutung, allerdings vor allem für kurzfristig orientierte Investoren. Für langfristig orientierte Anleger, und dabei handelt es sich bei Fondskäufern zumeist, sind vor allem Ausfall- und Inflationsrisiken relevant. Deshalb wird mit der KID ein grundsätzlicher Denkfehler der Risikobetrachtung jetzt regulatorisch festgeschrieben: Ein nur kurzfristig relevantes Risikomaß wird als vorrangiger Maßstab zur Risikobewertung langfristiger Anlagen vorgeschrieben. Damit bleibt man in den Denkmustern, die das blinde Hineinrennen in die Finanzkrise verursacht haben.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Dass diese Art der Risikobetrachtung höchst fragwürdig ist, sieht man auch daran, dass in den realen KID's die angegebene Kennzahl durch Formulierungen wie „die Risikokategorie kann nicht als verllässlicher Indikator für das künftige Risikoprofil des Fonds herangezogen werden“, „die ausgewiesene Risikokategorie ist nicht garantiert und kann sich im Laufe der Zeit ändern“ oder „die niedrigste Kategorie kann nicht mit einer risikofreien Anlage gleichgesetzt werden“ relativiert werden.

Die dritte Rubrik Kosten beinhaltet neben möglichen Ausgabe- und Rücknahmegebühren als Hauptinformation die sogenannten „laufenden Kosten“. Dies ist ein irreführender Begriff, da diese nur klar definierte feste Kosten wie Managementvergütungen, Depotbankgebühren, Zahlungen an Berater („Advisors“), Jahresabschlusskosten, Aufsichtskosten, Rechtsberatungskosten, sowie bestimmte Vertriebskosten enthalten. Performancegebühren werden gesondert ausgewiesen. Die laufenden Kosten enthalten grundsätzlich keine Transaktionskosten. Weiterhin werden keine Angaben zur Umschlagshäufigkeit gemacht.

In Vergleichstabellen zur Kostenbelastung bei Fonds in der Presse tauchen heutzutage zumeist nur noch die laufenden Kosten auf. Dies ist ein Rückschritt zur vorherigen Praxis, als Kostenvergleiche normalerweise auf der Gesamtkostenquote beruhten. Hier war zwar der Name auch fragwürdig, da ebenfalls Transaktionskosten ausgespart wurden. Immerhin wurden aber Performancegebühren in die Betrachtung einbezogen und so zumindest ein nicht ganz so unvollständiges Bild vermittelt.

Der nächste Abschnitt im KID ist die „frühere Wertentwicklung“. Sie wird i. d. R. als Balkendiagramm abgebildet und zeigt die Wertentwicklung von maximal zehn vergangenen Kalenderjahren. Hiermit ist für Anleger eine optische Täuschung verbunden: Verluste sehen in Prozent ausgedrückt kleiner aus als gleichhohe absolute Gewinne. Z. B. hat ein Fonds, der in einem Jahr von 100€ auf 80€ fällt, 20% verloren. Um auf den Ausgangswert zurückzukommen, müsste er von 80€ um 25% steigen. In der Balkendarstellung lt. KID folgt der große Balken (+25%) auf einen kleinen (-20%); damit sieht es so aus, als hätte der Fonds zugewonnen, obwohl er in Wirklichkeit nur den Verlust von 20€ aufgeholt hat. Angaben zu Vergleichsindizes sind freiwillig. Natürlich unterlässt auch kein Anbieter den Hinweis: „Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für die künftige Entwicklung.“ Dies ist völlig richtig, impliziert aber gleichzeitig, dass diese Angabe grundsätzlich völlig unsinnig ist.

Abgeschlossen wird das KID durch die Rubrik „Praktische Informationen“, die einen kurzen Überblick über rechtliche und organisatorische Belange im Zusammenhang mit dem Fonds gibt wie die zuständige Aufsichtsbehörde, Depotbank etc....

Aussagen zur Fondsstrukturierung, wie über die größten Werte, Sektor-, Länder-, bzw. Währungsge-
wichtungen fehlen bis auf Angaben zu einem Mindestinvestment (z. B. „legt mindestens 70% des Vermögens in europäischen Aktien an“) hingegen völlig. Diese Informationen wären aber für Anleger essenziell, um eine Beurteilung von Ertragschancen und Risikoprofil zu ermöglichen.

Zusammenfassend kann man sagen, dass das KID ein Sammelsurium von entweder überflüssigen, unzureichenden oder irreführenden Informationen ist. Privatanleger, die lediglich das KID als Grundlage für eine langfristige Anlageentscheidung nehmen, werden systematisch in die Irre geführt.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

St. Bürokratius und sein Wirken in der Fondsbranche

Dass die Bürokratisierung unserer Welt und auch damit der Fondsbranche immer weiter voranschreitet, ist keine neue Erkenntnis. Ein neues Highlight setzen dabei die europäischen Vorschriften zur Regulierung alternativer Investmentprodukte „Alternative Investment Fund Managers Directive“ (AIFMD). Ihre Bestimmungen sind in Deutschland die im neuen Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) zusammengefasst.

An sich ist das Ziel der neuen Vorschriften begrüßenswert, bisherige Regulierungslücken bei Finanzprodukten zu schließen. Jetzt werden endlich auch wesentliche Bestandteile des grauen Kapitalmarktes in die Beaufsichtigung einbezogen. Erstmals gibt es in Deutschland nennenswerte Vorschriften für sog. geschlossene Fonds, die bisherigen Lieblingsprodukte des Segments. Diese Anlageform stand im Mittelpunkt fast jedes gravierenden Anlageskandals in Deutschland in den vergangenen Jahren.

Allerdings ist die Umsetzungspraxis selten chaotisch. So ist nach wie vor die genaue Definition eines geschlossenen Fonds unklar. Viele Produkte könnten durch geschickte Gestaltung der Kündigungsfristen aus der Regulierung herausfallen. Für kleine Anbieter mit einem Volumen unter 100 Mio. € gelten Ausnahmeregelungen. Überhaupt nicht reguliert werden nach wie vor z. B. Genussscheine, die unlängst im Fall Prokon traurige Berühmtheit erlangten.

Für diejenigen geschlossenen Fonds, die den neuen Vorschriften unterliegen, hat sich allerdings vieles verändert. Die Gesellschaften benötigen neue Zulassungen und die Produkte neue Dokumente. Und dies in erheblichem Umfang. Der Branchenverband BVI hat geschätzt, dass hierfür bis Mitte 2014 ca. 1,2 Millionen Seiten Papier an die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) übermittelt werden müssen. Damit werden die zuständigen Mitarbeiter der BaFin auf Jahre hinaus lahmgelegt. An Neuzulassungen in Deutschland ist unter diesen Umständen kaum zu denken, wohl aber gewinnen Umweglösungen über Luxemburg oder Irland an Attraktivität.

Zwischenergebnis des ersten halben Jahres der Gültigkeit des KAGB ist jedenfalls, dass seriösen Anbietern geschlossener Fonds ihre Tätigkeit wesentlich erschwert wurde, während unseriösen immer noch genug Instrumente zur Verfügung stehen, ihre Kunden um ihr Geld zu erleichtern.

Ein kurioses Nebenprodukt des KAGB ist, dass der Templeton Growth Fonds per 30. Juni 2014 seine deutsche Vertriebszulassung zurück gibt. Dies ist insofern bemerkenswert, weil der 1954 auflegte Fonds ein echter Klassiker für Langfristanleger ist und er auch seit 1982 in Deutschland erhältlich war. Grund hierfür ist, dass der Fonds nach den neuen Regeln als alternatives Investmentprodukt und nicht mehr als normaler Publikumsfonds eingestuft würde, weil Fondsmanagement und –gesellschaft in unterschiedlichen Ländern domiziliert sind. Ironie der Geschichte ist, dass es eine bürokratiekonforme €-Tranche des Fonds weiter zu kaufen gibt. Allerdings liegen deren Gebühren jährlich um ca. 0,75% höher.

Doch hiermit nicht genug. Im Januar 2014 haben sich Vertreter des Europäischen Parlaments, des Rates und der EU-Kommission auf eine Reform der EU-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

(MiFID, Markets in Financial Instruments Directive) geeinigt. Mit ihr können wir uns auf eine neue Welle von neuen Regeln und Ausnahmeregelungen freuen. Den sie bringt uns die Unterscheidung in komplexe und nicht-komplexe Anlageprodukte. Komplexe Anlageprodukte sollen wegen ihrer möglicherweise intransparenten Risikosituation in Zukunft von Banken nicht mehr beratungsfrei verkauft werden dürfen. Dies scheint auf den ersten Blick vernünftig. Nur leider steckt der Teufel wieder im Detail: Denn die genaue Abgrenzung der Begriffe „komplex“ und „nicht-komplex“ ist nicht wirklich klar.

So ist anscheinend geplant, Finanzprodukte, die Derivate einsetzen, als komplex einzustufen, z. B. auch Garantiefonds. Man mag ja diesen Produkten vorwerfen, dass sie nicht gerade Ertragsperlen sind, aber das haben sie unglücklicherweise mit vielen deutschen Finanzprodukten gemeinsam. Sie aber grundsätzlich als besonders erklärungsbedürftig einzustufen ist schon sehr eigenartig. Und was ist mit informierten Privat-Anlegern, die sich gut oder teilweise besser mit Finanzprodukten auskennen als ein Berater? Müssen diese in Zukunft jetzt immer ein 7-seitiges Beratungsprotokoll durchackern, bevor sie ihr „komplexes Finanzprodukt“ kaufen dürfen?

Fazit:

Seit Erscheinen des ersten Artikels hat es in der Fondsbranche insbesondere aufgrund regulatorischer Eingriffe zahlreiche Veränderungen gegeben, die aber meistens bestehende Probleme eher verstärkt als gelöst haben. So suggeriert das KID in seiner standardisierten Form eine verbesserte Investoreninformation, tatsächlich werden nun wichtige Fakten grundsätzlich weggelassen bzw. irreführend dargestellt. Das neue KAGB behindert vor allem seriöse Anbieter von geschlossenen Fonds, unseriöse haben nach wie vor leichtes Spiel. Lediglich die Regelungen der BaFin zu Performancefees sind eine echte Verbesserung, allerdings mit stark eingeschränktem Wirkungskreis. So sind sie z. B. bei Fondsneuauflagen in Luxemburg leicht zu umgehen.

Bei der Regulierung der Investmentbranche wird eine grundsätzliche Problematik jedes Staatseingriffs deutlich: Die Komplexität und Feedback-Effekte werden von Regulierern regelmäßig massiv unterschätzt. Regulierungskosten werden auf Kunden überwält und seriöse Anbieter behindert, während auf Abzocke bedachte Fondsverkäufer sich ihre Schlupflöcher suchen. Statt mehr Regulierung wäre mehr Transparenz und vor allem auch mehr Haftung im Falle von Fehlverhalten wünschenswert. Vor dieser Konsequenz schreckt die Branche aber zurück wie der der Teufel vor dem Weihwasser. Lieber wird die ausufernde Bürokratie akzeptiert, da die Kosten ja eh auf die Kunden überwält werden können.

Dass Finanzvertriebe derzeit ausgerechnet mit den flexiblen Mischfonds diejenige Produktkategorie gerne verkaufen, die besonders große Performanceschwierigkeiten hat, ist ebenfalls symptomatisch dafür, wie wenig die Interessen von Kunden beachtet werden. Die grundlegenden Probleme der Branche – mangelndes Qualitätsbewusstsein und zu viele überflüssige Kosten – bleiben ungelöst. Indexfonds erscheinen unter diesen Umständen immer mehr als alternativlos bei der Fondsanlage. Dies ist schade, weil es einige gute Portfoliomanager gibt, die vieles für ihre Klienten erreichen könnten, wenn sie nur die entsprechenden Rahmenbedingungen hätten.

John C. Bogle: Auf die Kosten kommt es an!

Von Karl-Heinz Thielmann

Der heute 84 Jahre alte John („Jack“) C. Bogle ist einer der berühmtesten Männer der Investmentwelt. 1999 wurde er von „Fortune“ als einer der „vier Giganten der Investmentindustrie des 20. Jahrhunderts“ gefeiert. Sein Name ist untrennbar mit Indexfonds verbunden. Er ist zwar nicht Erfinder dieser Kategorie von Finanzprodukten. Aber er ist derjenige, der aus ihnen ein breit vermarktetes Massenprodukt gemacht hat und wesentlich für ihren Siegeszug in den letzten Jahren verantwortlich war.

Doch bevor er diesen legendären Status erlangen konnte, musste er mit einer schmerzhaften Niederlage fertig werden. Denn vor 40 Jahren, im Januar 1974, erlebte John C. Bogle den schwärzesten Tag seiner Karriere. Der 44-jährige Präsident und Mitinhaber der renommierten Fondsgesellschaft Wellington wurde nach internen Querelen von seinen Partnern hinausgeworfen. Eine brillante Karriere in der Investmentindustrie schien vorzeitig beendet.

Schon während seines mit Auszeichnung abgeschlossenen Grundstudiums der Wirtschaft in Princeton hatte sich Bogle intensiv mit der gerade im Entstehen befindlichen Investmentfondsindustrie befasst. Er erregte die Aufmerksamkeit von Walter L. Morgan, dem Gründer der Wellington Management Company, einer der ersten erfolgreichen unabhängigen Fondsgesellschaften. Diese war insbesondere durch die 1928 erfolgte Initiierung des Wellington-Fonds bekannt geworden, des ersten „vermögensverwaltenden“ Investmentfonds mit relativ festen Aktien und Rentenquoten. Dieser Fonds entwickelte sich in seinen recht schnell zu einem der beliebtesten Produkte der aufstrebenden Branche. Morgan holte Bogle zu Wellington und ermöglichte es ihm, sein Studium parallel zur Tätigkeit für dieses Unternehmen zu beenden. Danach erklimmte Bogle Schritt für Schritt als „Kronprinz“ Morgans die Karriereleiter, bis er 1967 ganz an die Spitze rückte.

Während seiner Zeit in der Unternehmensleitung von Wellington sorgte Bogle für eine aggressivere Ausrichtung der Gesellschaft. Reine Aktienfonds wurden aufgelegt; 1967 fädete er eine Fusion mit der Firma der Bostoner Fondsmanager W. Nicholas Thorndike, Robert Doran, Stephen Paine und George Lewis ein. Allerdings kam es in den schwierigen Börsenjahren Anfang der 70er zu Performanceproblemen und persönlichen Reibereien im Management. Genau die Leute, die Bogle 1967 in die Firma geholt hatte, sorgten 1974 für seinen Rausschmiss.

Allerdings hatten Bogles Gegner eines vergessen. Sie konnten ihn zwar aus der Fondsgesellschaft entfernen, allerdings nicht aus den Anlageausschüssen für die Publikumsfonds. Und denen machte Bogle nach reiflichem Überlegen ein Angebot: Eine neue Fondsgesellschaft sollte gegründet werden, die den Fonds selbst gehörte. Diese sollte auf Selbstkostenbasis arbeiten, um Interessenkonflikte zu vermeiden. Den idealen Besetzungsvorschlag für den Chef für diese Gesellschaft hatte Bogle auch gleich vorrätig: sich selbst.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Auch wenn Bogle Idee grundsätzlich die anderen Fondskontrolleure überzeugte, so konnte sich auch Wellington Gehör mit dem Argument verschaffen, dass es unsinnig wäre, erfahrene und bewährte Fondsmanager ohne fachliche Gründe zu ersetzen. Nach 7-Monatigen Verhandlungen kam ein Kompromiss heraus, der bis heute besteht und der sich im Nachhinein bestens bewährt hat, auch wenn er 1974 weder Bogle noch seinen Kontrahenten bei Wellington besonders schmeckte:

Bogle gründete 1975 eine Non-Profit Investmentfirma mit dem Namen Vanguard und wurde ihr Leiter. Eigentümer dieser Gesellschaft wurden die bisherigen Wellington Publikumsfonds. Vanguard kümmerte sich um alle administrativen Aufgaben sowie die Kundenbetreuung. Die Anlageentscheidungen selbst wurden weiterhin vom bisherigen Fondsmanagement bei Wellington getroffen.

1976 war Bogle Chef einer Fondsgesellschaft ohne eigenes Portfoliomanagement. Ehrgeizig, wie er war, wollte er Vanguard aber weiter voranbringen. Was lag näher, als nach neuen Finanzprodukten zu suchen, die kein klassisches Fondsmanagement benötigten. Die Idee von Publikumsfonds, die sich starr an Marktindizes ausrichteten, wurde geboren.

Bereits als Student hatte Bogle im Rahmen einer Seminararbeit herausgefunden, dass die überwiegende Anzahl von Investmentfonds eine schlechtere Performance hatte als ein breiter Marktindex wie der S&P 500. Wenn man nur den Index als Fonds nachbilden würde, müsste dies schon für ein überdurchschnittliches Produkt reichen. Diese Idee hatten auch vor Bogle schon andere gehabt, aber bisher nur mit geringen Volumen für institutionelle Anleger umgesetzt. Der Indexfonds führte ein Schattendasein als Nischenprodukt.

Eine wichtige Tatsache, die Bogle in seinen Jahren in der Fondsindustrie bewusst wurde, war die zerstörerische Rolle von Kosten auf die Performance. Deswegen propagierte er bei Vanguard von Anfang an sehr niedrige Verwaltungsgebühren und den Verzicht auf Ausgabeaufschläge oder Rücknahmegebühren.

1976 startete Bogle den ersten Indexfonds auf den S&P 500. Am Anfang war dieses Produkt ein Riesenflop. Statt der erhofften 150 Mio. US\$ brachten Erstzeichner nur 11,4 Mio. US\$ zusammen. Der Verzicht auf fette Vertriebsprovisionen hatte offensichtlich dazu geführt, dass kaum ein Anlageberater diesen Fonds empfehlen wollte. Doch Bogle hielt die ersten schwierigen Jahre bei geringen Volumen durch. Denn nach und nach schob sich der Fonds in den Performance-Ranglisten nach vorne. Sein offensichtlicher Erfolg überzeugte immer mehr Anleger. Heute ist der Vanguard 500 mit einer Größe von ca. 140 Mrd. US\$ einer der größten und beliebtesten Investmentfonds der Welt.

Eines der größten Missverständnisse im Zusammenhang mit der Propagierung von Indexfonds ist, dass Bogle sie auf Basis der Theorie effizienter Märkte entwickelt hätte. Diese propagiert, dass Börsenkurse nicht vorhersagbar sind, weil Kapitalmärkte neue Informationen immer sehr schnell mit Preisänderungen verarbeiten. Die Konsequenz hieraus ist, dass Erfolge aktiver Fondsmanager „zufällig“ und nicht systematisch wiederholbar sind. Nach dieser Logik ist ein kosteneffizienter Indexfonds langfristig niemals zu übertreffen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Bogle lehnt aktives Fondsmanagement nicht ab, im Gegenteil. Allerdings hat er im Gegensatz zu vielen anderen nicht die Investmentmethoden thematisiert, weil für ihn die Kosten ein viel entscheidenderer Erfolgsfaktor waren. So argumentierte er, dass die Performance der Summe der Anleger niemals besser sein kann als der Markt minus Kosten. Da aktive Fonds sehr stark mit Kosten belastet sind (ca. 3-4% p.a.), muss die überwiegende Anzahl schlechter als der Markt sein, es sei den, andere Anleger sind extrem ineffizient. Ein erfolgreicher aktiver Fonds wird immer die Ausnahme bleiben.

Tatsächlich zeigen aktive Fonds normalerweise jährlich eine unterdurchschnittliche Wertentwicklung von ca. 2-3%. Dies liegt daran, dass es tatsächlich noch andere Investoren gibt, die anscheinend sehr ineffizient agieren, vor allem aus dem Lager der Privatanleger. Eine Studie der Universität Frankfurt zum ihrem Verhalten stützt diese Vermutung: Für den Zeitraum September 2005 bis April 2010 wur-

**„Investments haben eine
bessere Wertentwicklung
als Investoren.“**

*("Investments perform
better than investors.")*

John C. Bogle

de die Wertentwicklung von Privatanleger-Depots bei einem Online-Broker ausgewertet. Diese Investoren waren vor allem in Aktien bzw. Investmentfonds investiert. Nur ca. 10% der Anleger war in der Lage, durch ihre Fähigkeiten zur Auswahl der richtigen Anlagen einen positiven Performancebeitrag zu leisten. 90% hingegen haben durch ihre Anlageentscheidungen Geld verloren, teilweise sogar sehr viel. Der durchschnittliche Verlust durch eigene Anlageentscheidungen relativ zu einem Marktindex wurde für den Betrachtungszeitraum mit 8,5% jährlich netto nach Kosten ermittelt.

Fondsmanager sind in der Summe also in der Lage, Zusatzperformance zum Index zu schaffen, aber nur, weil andere Anleger sehr ineffizient agieren. Allerdings reicht dies normalerweise nicht aus, um die enormen Kosten aufzufangen. Da insbesondere erfolgreiche Fonds von starken Mittelzuflüssen betroffen sind, werden diese auch irgendwann mit Kosten überladen und der Erfolgssträhne so ein Ende gesetzt.

Ein weiteres Argument von Bogle gegen aktiv gesteuerte Publikumsfonds ist, dass es praktisch unmöglich ist, einen langfristig erfolgreichen Fonds von vornherein auszumachen. Zum einen ist die Anzahl der wirklich langfristig erfolgreichen Fonds äußerst gering. So zeigte Bogle in seinem Buch „The Little Book of Common Sense Investing“ von 2007, dass zwischen 1970 und 2005 von 355 Aktienfonds für den amerikanischen Aktienmarkt nur 72 gab (also 20%), deren Wertentwicklung diejenige des Index übertreffen konnte. Von diesen konnten nur 9 (2,5%) den Markt deutlich um mehr als 2% jährlich übertreffen. Von diesen wiederum erzielten 6 ihre Performance in der Anfangsphase, als sie noch sehr klein waren, fielen aber nach starken Mittelzuflüssen wieder zurück. Somit blieben 3 (0,8%) Fonds übrig, die in der Lage waren, auch bei großen Volumen langfristig deutlich besser als der Aktienmarkt abzuschneiden.

Weiterhin gibt es keine wirklich aussagekräftige Prognosemethode, um in der Zukunft erfolgreiche Fonds auszuwählen. Zwar gibt es inzwischen eine ganze Reihe von Ratingagenturen, die Fonds bewerten. Allerdings basieren die meisten dieser Bewertungen vor allem auf der vergangenen Perfor-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

mance. Deren Betrachtung erlaubt jedoch höchstens, die Versager auszusortieren. Welcher von den Siegerfonds tatsächlich weiter erfolgreich sein wird, ist jedoch nicht möglich vorherzusagen. Deswegen sind einige Agenturen dazu übergegangen, vor allem den Investmentprozess und die Qualität des Fondsmanagements zu bewerten.

Doch auch diese Methode hat ihre Tücken: Denn Fondsmanager können wechseln, Fondsgesellschaften die Investmentprozesse verändern. Darüber hinaus beeinflussen Anleger durch ihr Verhalten die Wertentwicklung des Fonds maßgeblich selbst. Durch Käufe und Verkäufe von Fondsanteilen verursachen sie beim Fonds Kosten im erheblichen Umfang, die wiederum die Performance belasten. Starke Mittelzuflüsse können einen Fonds zu unbeweglich machen.

„Suche nicht nach der Nadel im Heuhaufen. Kaufe einfach den Heuhaufen.“

(“Don’t look for the needle in the haystack. Just buy the haystack!”)

John C. Bogle

Man kann bei der Fondsbranche deswegen von einem „Fluch des Siegers“ sprechen: Investmentfonds, die aufgrund guter Leistungen Anlegergelder anziehen, wird genau aufgrund der hierdurch entstehenden Kosten die weitere Wertentwicklung verhasgelt. Für sie wird es unmöglich, ihre gute Performance langfristig zu halten.

Nun gäbe es eine einfache Methode, diesem Phänomen zu begegnen: Der Fonds wird beim Erreichen einer bestimmten Größenordnung für Anleger geschlossen, weitere Mittelzuflüsse abgelehnt. Dies geschieht aber nur sehr selten, weil eine solche Vorgehensweise dem ureigensten Interesse der Fondsgesellschaft widerspricht: Anteile zu verkaufen, denn sie lebt ja von den Gebühren. Im Konflikt zwischen Kundeninteresse (Performance) und eigenem Interesse (Gebühren kassieren) entscheiden sich Fondsanbieter fast immer für die eigene kurzfristige Ertragsmaximierung.

Eine der wenigen positiven Ausnahmen war der aktiv verwaltete Windsor Fonds, der 1975 zu Vanguard kam. Er wurde 1985 für Zuflüsse geschlossen, bevor er im Rahmen des einsetzenden Aktienbooms mit Anlegergeldern überschüttet wurde. Damit konnte der Erfolg von Portfolio-Manager John B. Neff gesichert werden. Der überzeugte Value-Investor wurde durch Bogle für diesen Fonds eingestellt und war zwischen 1964 und 1995 für ihn verantwortlich. Er schaffte es in diesem Zeitraum, die Performance seines Benchmarkindex S&P 500 jährlich um durchschnittlich 3,1% zu übertreffen. Damit gilt er als der langfristig erfolgreichste Manager eines aktiv gemanagten Aktien-Publikumsfonds weltweit. Dies hat er auch Bogle zu verdanken, der unnötige Kosten von diesem Fonds fern hielt.

Der Erfolg Neffs steht damit ebenfalls nicht im Widerspruch zu Bogles Grundphilosophie, dass Indexfonds für normale Anleger das beste Produkt sind. Denn für einen erfolgreichen aktiven Fonds gibt es eine Volumengrenze, er wird deshalb eine Ausnahme bleiben, von der nur wenige glückliche Erstinvestoren profitieren können. Letztlich geht es darum, egal ob aktiv oder indexorientiert, überflüssige Kosten vom Fonds fernzuhalten. Der bleibende Verdienst John C. Bogles ist, diese Erkenntnis in der Investmentwelt bekannt gemacht zu haben. Es wäre zu wünschen, wenn seine Ideen und Einsichten speziell in Europa mehr Beachtung finden würden.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Impressum:

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

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann, Oliver Clasen

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, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2: Karl-Heinz Thielmann

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter www.Mit-ruhiger-Hand.de anmelden.

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 beige-steuert. Darüber hinaus werten wir auch Beiträge der seriösen Wirtschaftspresse sowie Nachhaltigkeitsreports über den jeweiligen Emittenten aus.

Die in Klartext zitierte Studie ist: „Closet Indexation – A UK Epidemic“ von SCM Private, London September 2013 (<http://www.scmprivate.com/content/file/researchreports/closet-indexation-report-sept-13-full.pdf>). Die Daten zum internationalen ETF-Markt kommen von ETFGI (<http://www.etfgi.com/publications/reports>). Die BVI-Daten stammen aus der letzten erhältlichen Investmentstatistik (http://www.bvi.de/fileadmin/user_upload/Statistik/Pressefassung1311.pdf). Die Daten zur Gesamtsparsparnis aus einer Studie der DZ-Bank, die nach Rolf Obertreis: „Geldvermögen steigt trotz mickriger Zinsen“ aus der Stuttgarter Zeitung vom 9.1.2014 zitiert wurde (<http://www.stuttgarter-nachrichten.de/inhalt.deutschland-geldvermoegen-steigt-trotz-mickriger-zinsen.eafdc832-6e32-408b-9203-9986a33cd2c4.html>)

Zum Thema Fondsanlagen in Schwellenländern vgl. Gerald Braunberger: „Fondsgesellschaften und Versicherer sind so gefährlich wie Banken“ im FAZIT Wirtschafts-Blog vom 28. Januar 2014 (<http://blogs.faz.net/fazit/2014/01/28/die-zweite-phase-der-globalen-liquiditaet-wird-gefaehrlich-3365/>). Zum Thema vermögensverwaltende Investmentfonds

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

vgl.: Ali Masarwah (Morningstar): „Vermögensverwaltende Fonds oder die 2,2-Prozent-Frage“ (<http://www.morningstar.de/de/news/110884/verm%C3%B6gensverwaltende-fonds-oder-die-22-prozent-frage.aspx>) & „Mischfonds zwischen Eurokrise und Fukushima-Falle“ (<http://www.morningstar.de/de/news/110861/mischfonds-zwischen-eurokrise-und-fukushima-falle.aspx>); beide Analysen vom August 2013; sowie vom gleichen Autor: Mischfonds: Zehn Thesen in einer Bildergeschichte (<http://www.morningstar.de/de/news/114539/mischfonds-zehn-thesen-in-einer-bildergeschichte.aspx>) & Mischfonds-Umschau: These 5-10 (<http://www.morningstar.de/de/news/114547/mischfonds-gesamtschau-these-5-10.aspx>); beide Analysen vom Dezember 2013. Die Performancezahlen von Feri-Eurorating sind aus dem Artikel von Ingo Narat: „Aktienfonds sind nicht zu schlagen“ in dem Handelsblatt vom 22. Januar 2014, S. 28.

Zu John C. Bogle vgl. seine zahlreichen Bücher, insbesondere „The John C. Bogle Reader“ (2012), indem die Bücher „Don't Count on It“, „Common Sense on Mutual Funds“ & „The Little Book of Common Sense Investing“ zusammengefasst sind. Zahlreiche Artikel und Interviews von und mit John C. Bogle finden sich zudem auf dem Blog: „The Bogle eBlog“ (<http://johncbogle.com/wordpress/>)

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 & Frankreich: 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. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank und beim IWF. Die Kursdaten für Gold kommen vom World Gold Council (<https://www.gold.org/>).

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 20.

3) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 3.2.2014.

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.