

(Thema)

Welche Rolle spielen Fonds bei der privaten Vermögensplanung?

Wie kann die Fonds-Wahl optimiert werden?

Masterarbeit

zur Erlangung des akademischen Grades „Master of Science (M.Sc.)“ im Studiengang Wirtschaftswissenschaft
der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Leibniz Universität Hannover

vorgelegt von

Name: **Großkurth**

Vorname: **Michael**



Prüfer: **Prof. Dr. H.-J. von Mettenheim**

Ort, den* **Hannover, den 30.09.2015**

*(Datum der Beendigung der Arbeit)

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	IV
Abbildungsverzeichnis	V
1 Einleitung	1
1.1 Motivation und Relevanz des Themas	1
1.2 Aufbau der Arbeit.....	2
2 Partizipation am Aktienmarkt	3
2.1 generelle Partizipation am Aktienmarkt.....	3
2.1.1 Entwicklung und Status Quo	3
2.1.2 Einflussfaktoren auf die Partizipation	4
2.2 indirekte Partizipation am Aktienmarkt	12
2.2.1 Pro und Contra.....	12
2.2.2 Entwicklung und Status Quo der indirekten Partizipation	13
2.2.3 Determinanten der Größe der Fondsbranche eines Landes	15
2.2.4 Determinanten der individuelle Entscheidung für Fonds	16
2.3 Fondswahl	17
2.3.1 theoretische Fondswahl	17
2.3.2 praktische Fondswahl	19
3 Optimierung der Fondswahl.....	26
3.1 Performance- Messung von Fonds	26
3.2 Empirie	28
3.2.1 Renditemöglichkeiten für den Investor	28
3.2.2 allgemeine Beobachtungen.....	29
3.2.3 Vorhersehbarkeit der Rendite.....	30
3.2.4 Eigenschaften des Fonds	33
3.2.5 Eigenschaften und Fähigkeiten des Fondsmanagers	40
3.3 Optimierungsmöglichkeiten	44
4 Untersuchung der Persistenz in Deutschland erhältlicher Fonds	48
4.1 Vorgehen	48
4.2 Ergebnisse	50
4.2.1 Aktienfonds	50
4.2.2 Rentenfonds.....	52

4.2.3 Mischfonds	54
4.3 Zusammenfassung und Bewertung der Ergebnisse	56
5 Fazit	57
Literaturverzeichnis	59
Anhang	65

1 Einleitung

1.1 Motivation und Relevanz des Themas

Vom Aktienboom seit 2009 haben aufgrund der geringen Partizipationsrate nicht alle deutschen Haushalte in gleichem Maße profitiert. So besaßen 2014 nur 9,5% der Deutschen Anteile in Aktienfonds bzw. 13,8% Aktien und/ oder Anteile an Aktienfonds, wobei die Partizipationsrate am Aktienmarkt trotz der gestiegenen Aktienkurse seit 2012 sogar rückläufig ist. Damit setzt sich der Trend einer stark schwankenden Partizipationsrate fort. Bis 2000 war die Partizipation in Deutschland angestiegen, bevor sie als Folge des Platzens der Dotcom-Blase 2000 wieder deutlich zurückging. Danach setzte ein erneutes Wachstum ein, welches bis zur Subprime-Krise im Jahr 2007 anhielt. (deutsches Aktieninstitut e.V. 2015)

Die geringe Partizipation, verbunden mit einem Anstieg des Anteils von Aktienanlagen am gesamten Anlagevermögen der Haushalte in den letzten Jahren, hat zu einer Erhöhung der Vermögensungleichheit geführt. Ursächlich hierfür ist die höhere Partizipationsrate von wohlhabenden und einkommensstarken Haushalten. Insofern ist es von Interesse, die Partizipation in Aktienfonds zu erhöhen, um dadurch die Vermögensungleichheit zu senken.

Die Gründe für die Nicht-Partizipation sind vielfältig. Diesbezügliche Probleme sind die negativen Erfahrungen, die viele Anleger aufgrund von Investmentfehlern und schlechten Empfehlungen¹ gemacht haben, ein geringes finanzielles Wissen sowie eine hohe Unsicherheit. Wie die Aktienquote trotz der zahlreichen Vorbehalte gegenüber Aktien erhöht werden kann, ist Gegenstand von wissenschaftlicher Literatur und Studien von Interessenverbänden. Einen Beitrag hierfür zu leisten, ist Intention dieser Arbeit. Eine von objektiven, zuverlässigen und einfachen Kriterien geleitete Fondswahl könnte die Anzahl der Fondsbesitzer dauerhaft und nachhaltig erhöhen. Ziel dieser Kriterien ist es, die zukünftige Wertentwicklung von Fonds vorauszusagen und somit jederzeit die nach Kosten optimalen Fonds im Portfolio zu halten.

Je besser die Performance der Fonds ist, umso eher dürften sich Anleger für eine dauerhafte Partizipation am Aktienmarkt begeistern. Da die Altersvorsorge ein Hauptmotiv für das Sparen von privaten Haushalten darstellt, ist eine Partizipation am Aktienmarkt im Rahmen der privaten Altersvorsorge aufgrund des demografischen Wandels und der derzeitigen niedrigen Rendite von Spareinlagen und Anleihen von aktuellem Interesse. Diese beiden Faktoren haben eine höhere zukünftige Eigenverantwortung bei der Altersvorsorge zur Folge. (Bank of Scotland 2014); Berechnungen von Börsch-Supan, Gasche und Lamla (2013) haben beispielsweise ergeben, dass das Verhältnis der Bruttostandardrente zum Durchschnittseinkommen bis zum Jahr 2030 von heute 48% auf voraussichtlich nur noch 40% sinken wird. Dieser Effekt wird verstärkt durch die niedrige Rendite von Anleihen, die einen Großteil der Kapitalanlagen von Lebensversicherungen ausmachen. Dies hat bereits zu einer geringeren Garantieverzinsung von Versicherungen geführt, sodass mehr Beiträge gezahlt werden müssen zur Beibehaltung einer gewünschten Rente. Allerdings sind zwei Drittel der Deutschen pessimistisch, wenn es

¹ Ein bekanntes Beispiel ist die Aktie der Deutschen Telekom. Im Rahmen der Privatisierung und dem damit verbundenen Börsengang fand eine stark an Privatanlegern ausgerichtete Werbekampagne statt, verlor dann aber über 90% an Wert. Investor Verlag 2015.

darum geht, ob sich der aktuelle Lebensstandard auch im Alter aufrechterhalten lässt. (Bank of Scotland 2014)

Eine zusätzliche Motivation erfährt die Thematik der Partizipation am Aktienmarkt durch die steigenden Anzahl von Investmentfonds und von Exchange- Traded- Funds (ETFs). Während bei den aktiv gemanagten Fonds schon seit langem eine Vielzahl verschiedener Strategien beobachtet werden kann, gewinnen passive Strategiefonds erst in letzter Zeit in Form von Smart-Beta-ETFs an Bedeutung. Die ständigen Neuentwicklungen in beiden Bereichen erschweren die Auswahl der besten Fonds durch Privatanleger. Verstärkt wird diese Problematik durch die Verkaufsstrategien von Banken und anderen Finanzdienstleistern. Filialbanken und Sparkassen bieten häufig Produkte der unternehmenseigenen Fondsgesellschaft an, aber auch unabhängige Anbieter empfehlen im Regelfall bestimmte Produkte aufgrund höherer Produktprovisionen. Ein vor allem von Direktbanken häufig benutztes Mittel ist dabei die Reduktion des Ausgabeaufschlags, was die Kaufentscheidungen erheblich beeinflussen kann.

Sowohl für Wissenschaft als auch Praxis ist die Untersuchung von Nutzen. Wissenschaftlich kann die Untersuchung neue Erkenntnisse liefern im Vergleich von aktiv gemanagten Investmentfonds und passiven ETFs; praktischen Nutzen erfährt die Untersuchung dadurch, dass möglicherweise die Aktienquote erhöht und somit die private Altersvorsorge stabilisiert werden kann. Zurzeit existiert eine Vielzahl von Literatur, die ETFs aktiven Fonds gegenüber als überlegen ansieht. Könnte es allerdings gelingen, jederzeit die besten Fonds mit geringen Kosten zu identifizieren, würde dies einen wichtigen Beitrag zum Vergleich von aktiven Fonds und ETFs darstellen.

1.2 Aufbau der Arbeit

Die Arbeit teilt sich in drei Teile auf. Der erste Teil behandelt die Fragestellung, welche Bedeutung Aktien und Aktienfonds in der privaten Vermögensplanung haben. Hierbei wird nicht nur auf die Unterschiede zwischen verschiedenen Bevölkerungsgruppen eingegangen, sondern auch auf die Unterschiede zwischen verschiedenen Ländern sowie die Entwicklung der Partizipationsrate in diesen Ländern. Des Weiteren wird die Veränderung der indirekten Partizipation am Aktienmarkt mittels Aktienfonds untersucht. Hintergrund der Überlegungen sind dabei die Sparmotive von Privatanlegern. Ein weiterer Unterpunkt der Untersuchung beschäftigt sich mit der Frage des Status Quo der Fonds-Wahl, d.h. anhand welcher Kriterien Fonds größtenteils gewählt werden.

Im zweiten Teil der Arbeit wird zunächst der theoretische Hintergrund für die Performance-Messung von Fonds aufgezeigt, wozu beispielsweise das Jensen-Alpha oder die Sharpe-Ratio gehören. Daran anschließend wird der Einfluss verschiedener Faktoren auf die Rendite eines Fonds diskutiert, unterteilt in fondsbezogene Faktoren und Faktoren, die den Fondsmanager betreffen. Hierauf aufbauend werden in der Praxis verwendete Optimierungsansätze näher erläutert.

Im dritten Teil schließlich werden die in Deutschland erwerblichen Fonds hinsichtlich der Vorhersehbarkeit der Rendite untersucht. Hierbei werden sowohl die absoluten Werte der Gesamtkostenquote (TER; Total Expenses Ratio) und des Return-Indexes als auch die Veränderung dieser Kennzahlen in die Berechnung miteinbezogen. Des Weiteren erfolgt eine Unterteilung in verschiedene Fondsarten sowie eine Unterteilung bezüglich der Verwendung der Gewinne. Die wichtigsten, in dieser Arbeit untersuchten, Fondsarten sind Aktien-, Renten- und Mischfonds. Bei der Verwendung der Gewinne wird zwischen thesaurierenden und ausschüttenden Fonds unterschieden.

dings darauf schließen, dass eine Outperformance zu einer Underperformance führt und dass eine Underperformance in der Vergangenheit zu einer Outperformance führt. Hinsichtlich der Überrendite der letzten fünf Jahre folgt aus den Untersuchungen, dass die Betrachtung dieser Kennzahl einen negativen Einfluss auf die zukünftige potenzielle Rendite hat und deshalb nicht sinnvoll ist für Anleger. Bezüglich des Einflusses der Überrenditen über andere Zeiträume (drei Monate, ein Jahr, drei Jahre sowie zehn Jahre) vernachlässigbar ist und deshalb ebenfalls nicht sinnvoll ist für Anleger. Allerdings führt die Fokussierung auf diese Überrenditen zu keiner geringeren Rendite ohne Berücksichtigung von Partizipationskosten, was wichtig ist, da sich nicht ausschließen lässt, dass die Rendite unterbewusst eine Rolle bei der Fondswahl spielt. Die Ergebnisse lassen somit den Schluss zu, dass die Rendite von Aktien-, Renten- und Mischfonds nicht persistent ist.

Auch bezüglich des Einflusses der Differenz zwischen den Gebühren eines Fonds und den durchschnittlichen Gebühren aller Fonds einer Fondskategorie ergibt sich, dass der Einfluss der Differenz auf die zukünftigen Renditen verschiedener Zeiträume gering ist. Somit macht es zumindest bei in Europa vertriebenen Fonds für die Anleger keinen Sinn, Fonds anhand der TER auszuwählen.

5 Fazit

Ziel dieser Arbeit war es, zu einer Erhöhung der indirekten Partizipation am Aktienmarkt mittels Aktienfonds beizutragen. Sinnvoll ist eine Erhöhung aufgrund der Erfordernisse des demografischen Wandels sowie der Anlageziele und Sparmotive vieler Personen. Dieser macht eine höhere Eigenverantwortung bei der Altersvorsorge vonnöten. Hierbei kann einerseits die Tatsache helfen, dass in den letzten Jahren die relative Attraktivität von Aktien gestiegen ist aufgrund der geringen Rendite von Spareinlagen und Anleihen. Andererseits ist die Höhe der Rentenlücke, wenn keine zusätzliche Altersvorsorge betrieben wird, aufgrund des demografischen Wandels so hoch, dass dies ein starker Anreiz für den Kauf von Aktien und Investmentfonds sein sollte.

Eine Erhöhung der Partizipation am Aktienmarkt ist dann realistisch, wenn die Partizipationskosten bzw. die Risikoaversion gesenkt werden oder das Vertrauen in finanzielle Institutionen bzw. die Financial Literacy erhöht werden können und wenn ein Anleger potenziell höhere Renditen erwarten kann. An den Partizipationskosten und der potenziellen Rendite setzt der Untersuchungsansatz dieser Arbeit an. Für den Fall, dass sich die einfach und günstig verfügbaren Kennzahlen der Rendite und der Gebühren, zur Prognose der künftigen Rendite verwenden ließen, könnte die Untersuchung von anderen Einflussfaktoren weniger notwendig sein.

Ferner decken sich die untersuchten Einflussfaktoren (Überrendite in der Vergangenheit und Excess TER) auf die zukünftige Rendite mit der derzeitigen Fondswahl von Privatinvestoren, deren Kaufentscheidungen ebenfalls stark von der Rendite in der Vergangenheit abhängt, was als Performance Chasing bekannt ist. Ein weiterer wichtiger Faktor bei der Fondswahl sind die TER, deren Einfluss auch in dieser Arbeit untersucht) Sowohl die Untersuchung als auch die Fondswahl von Anlegern beruhen auf der Prämisse, dass die Rendite zumindest teilweise persistent ist, was vor allem aufgrund persistenter hohen Gebühren für Fonds mit einer unterdurchschnittlichen Rendite gelten sollte. Die Tatsache, dass sich die untersuchten Einflussfaktoren mit den am häufigsten in der Praxis verwendeten decken, sollte zu einer hohen Plausibilität für Privatanleger führen, verstärkt durch die leichte Verständlichkeit der Kennzahl Überrendite und Excess-TER:

Mit dem Ziel einer höheren potenziellen Rendite wurde in dieser Arbeit mittels einer Panel-Regression untersucht, welche Renditen über einen bestimmten Zeitraum die höchste Aussagekraft bzgl. der zukünftigen Rendite verschiedener Perioden haben. Dabei wurden Aktien-, Renten- und Mischfonds getrennt untersucht. Ebenso wurde sowohl die Vorhersagekraft von unterdurchschnittlichen wie auch von überdurchschnittlichen Renditen untersucht mit dem Ziel entweder eines Portfolios der besten Fonds oder eines Portfolios mit allen außer den schlechten Fonds. In der Praxis könnte sich dies allerdings problematisch erweisen, da die meisten Anleger in Deutschland höchstens Anteile von drei Fonds besitzen, womit vor allem ein Portfolio der mindestens durchschnittlichen Fonds nicht möglich wäre.

Eine weitere Einschränkung ist die starke Vereinfachung der Untersuchung, in dem Sinne, dass keine Transaktionskosten berücksichtigt wurden. Somit sind die potenziellen Renditen Vor-Kosten-Renditen. Für die praktische Anwendung der Ergebnisse ist eine Berücksichtigung der individuellen Kosten nötig, wodurch eine mögliche Überrendite verschwinden könnte. Eine weitere Vereinfachung liegt darin, dass die Rendite eines Fonds nur mit den Durchschnittsrenditen aller Fonds der gleichen Fondskategorie (Aktien-, Renten- und Mischfonds) verglichen wurden, während ansonsten, beispielsweise in Fondsprospekten, Fonds in genauer definierte Kategorien untergliedert werden. Allerdings ermöglicht diese Vereinfachung auch eine Reduzierung der Partizipationskosten, da beispielsweise nicht evaluiert werden muss, ob ein Fonds mit der korrekten Benchmark verglichen wird.

Die Untersuchungsergebnisse legen allerdings nahe, dass weder die Betrachtung der Überrendite in der Vergangenheit einen ausreichend großen Aufschluss (in dem Sinne, dass die potenzielle Rendite die Suchkosten für die Kennzahlen und den Vergleich zwischen Fonds übersteigt) auf die zukünftige Rendite gibt. Möglicherweise ließe sich die Aussagekraft erhöhen, wenn auch das Ausmaß einer Outperformance oder einer Underperformance betrachtet würde und nicht nur, ob eine Überrendite erzielt wurde. Der Grund für die geringe Aussagekraft des Modells könnten nämlich darin liegen, dass die Koeffizienten nach unten verzerrt sind aufgrund der hohen Zahl von Fonds, die sich um den Mittelwert bewegen, weswegen die Überrendite dieser Fonds häufig zwischen positiv und negativ wechselt.

Eine weitere Möglichkeiten zur Erhöhung der Aussagekraft der Regression besteht in einer kombinierten Betrachtung mit dem Einfluss verschiedener Ratings auf die zukünftige Rendite an. Vorteil hiervon ist, dass sowohl eine empirische Untersuchung des Einflusses als auch eine praktische Anwendbarkeit vergleichsweise einfach möglich ist. Darüber hinaus könnte auch der Einfluss Active Share und Industriekonzentration untersucht werden. Von Nachteil wäre dabei, dass die nötigen Daten für die Berechnung der Kennzahlen für Anleger nicht einfach erhältlich sind, weswegen die praktische Anwendbarkeit beschränkt wäre.