

Die fatale Stichtagsbetrachtung

Ein Anleger möchte 100.000 € in Investmentfonds anlegen. Einzelaktien sind ihm zu verwaltungsaufwändig. Zertifikate sind ihm zu undurchschaubar und seit ihm klar geworden ist, dass auch sehr große Banken schnell mal hopps gehen können, sind ihm Zertifikate auch zu unsicher. Bisher hat Dr. Spar seine Fonds immer schnell ausgesucht. Er ließ sich von seiner Bank und von seinem Finanzberater ein paar „gute“ Fonds aussuchen und verglich dann die Drei-, Fünf- und sofern möglich auch die Zehnjahres-Performance. Den oder die Fonds, die dabei am besten abschnitten, hat er dann gekauft. Nach einigen mittelpträglichen Erfahrungen ist er nicht mehr so sicher, ob das ein wirklich guter Weg ist. Irgendwie hat er leise Zweifel, dass so eine Stichtagsbetrachtung wirklich aussagekräftige Resultate liefert. Wie geht es Ihnen? Haben Sie auch leise Zweifel an der Methode von Dr. Spar?

Wenn Sie zweifeln, dann zweifeln Sie zu Recht, denn einmalige, stichtagsbezogene Betrachtungen liefern sehr oft „Nonsens-Ergebnisse“ und sind meines Erachtens völlig untauglich für die Fondsbeurteilung – auch wenn sie sehr beliebt sind.

Zwei Beispiele gefällig?

Würden Sie diesen Fonds kaufen? Er weist zum Entscheidungstermin folgende stolze Wertentwicklung auf:

Anlagezeitraum:	Wertentwicklung
3 Jahre	+ 75 % p.a.
5 Jahre	+ 38 % p.a.
7 Jahre	+ 27 % p.a.
9 Jahre	+ 21 % p.a.

Der Fonds ist hoch dekoriert, hat fünf Sterne-, AAA-Rating und der Fondsmanager wurde gerade als „Fondsmanager“ des Jahres ausgezeichnet. Ja, ich glaube es Ihnen, den Fonds hätten Sie gerne in Ihrem Depot (gehabt)! Oder etwa nicht? Warum nicht?

Abb. 1

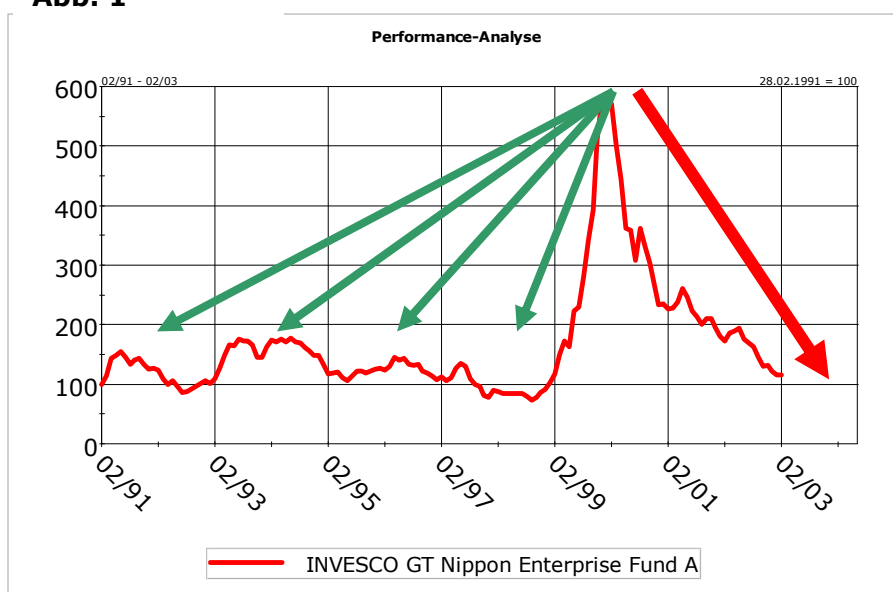


Abb. 1 zeigt: Mit diesem Fonds wären Sie kreuzunglücklich geworden.

Die Ergebnisse der „Langfristbetrachtung“ zu einem Stichtag werden vor allem vom Anlageergebnis eines Fonds im letzten Teil der Anlageperiode beeinflusst. Im obigen – zugegebenermaßen extremen, aber realen Beispiel – vom letzten Jahr vor dem Betrachtungsstichtag. Der extreme Kursanstieg von 550 % riss natürlich auch die Drei-, Fünf-, Sieben- und Neunjahres-Durchschnittswerte nach oben. Wer die Ergebnisse eines Fonds nur stichtagsbezogen betrachtet, der betrachtet meist keine echten Langfristergebnis-

se, sondern immer nur das Ergebnis der letzten drei bis 15 Monate, die alle anderen Anlagezeiträume überfärben.

Noch ein Beispiel gefällig? Sehr oft lesen Sie, dass nur wenige Fonds immer den Index schlagen. Anleger würden deshalb besser mit dem „Index“

fahren. Diese Aussage ist aus verschiedenen Gründen Nonsens. Ein guter Fonds muss nicht immer besser sein als der Index. Es reicht, wenn er häufiger besser ist als der Index, und in den Fällen, wo er schlechter ist, keine allzu große Underperformance hinlegt.

Keiner kann immer „der Beste“ sein. Das glauben nur naive Spinner und nur Betrüger erzählen Ihnen, sie hätten den Fonds (die Anlage), die immer der (die) „Beste“ ist.

Außerdem erfolgen die Vergleiche mit dem Index fast immer auf Kalenderjahresbasis, Stichtag 31.12. Nehmen Sie einmal modellhaft an, Sie hätten einen Fonds, der regelmäßig vom

01. Januar an 360 Tage lang besser ist als der Index und regelmäßig (warum auch immer) in den letzten 5, 6 Tagen des Jahres 1 % hinter den Index fällt, aber unmittelbar am 02. Januar des folgenden Jahres diesen Rückstand wieder aufholt, um die folgenden 359 Tage den Index zu überflügeln. Nach der obigen Regel wäre der Fonds „schlecht“, weil er immer per 31.12. des Jahres hinter dem Index gelegen hätte ... Merken Sie was?

Der nächste Fehler ist dann der, dass bei solchen Betrachtungen im Grunde immer der Betrachtungszeitraum von 12 Monaten zugrunde gelegt wird, was z. B. bei Aktienfonds kompletter Nonsense ist, weil da die Ein-Jahres-Betrachtung zu extremen Schwankungen führt und das Bild völlig verzerrt. Je kürzer der jeweilige Betrachtungszeitraum, desto mehr verfälscht das Ergebnis der letzten Anlageperiode das Gesamtbild. Im zweiten Beispiel immer die letzten fünf Tage des Jahres.

Dr. Spar ist clever und denkt mit, deshalb wendet er an der Stelle ein: „Ja aber, wenn das so ist, dann sind ja auch die gängigen ‚Risikokennzahlen‘ wie Sharpe Ratio etc. ein wenig mit Vorsicht zu genießen, wenn sie nur einmal stichtagsbezogen betrachtet werden.“ Wie wahr! Das ist auch der Grund, warum ich die Performance-Analyse mittels rollierender Anlagezeiträumen so sehr schätze. Da vermeide ich das Problem und sehe, was ein Anleger verdient hätte und welches Risiko er eingefahren hätte, wenn er sein Geld z. B. immer drei Jahre im Fonds A angelegt hätte. Ich kann ggf. sehen, wie oft er den Benchmark-Index outperformt hätte, wie oft und wie weit er ins Minus gerutscht wäre, ich sehe, wie stark das Anlageergebnis von einem zufällig günstigen Anlagezeitpunkt beeinflusst wird oder wie konstant es ist.

Zunächst aber hier noch einmal, was sich hinter dieser Methode verbirgt. Der Hintergedanke ist, dass ein Anleger z. B. bei einem Aktienfonds in aller Regel keinen Anlagehorizont von einem Jahr hat (und auch nicht haben sollte), sondern z. B. von 3 oder 5 Jahren.

Wie konstant hätte dieser Anleger bei einer Anlagedauer von immer 5 Jahren gute Erträge erzielt und wie oft wäre er am Ende der 5 Jahre wie weit im Minus gewesen (=Risiko) – jeweils abhängig vom Beginn der Anlageperiode?

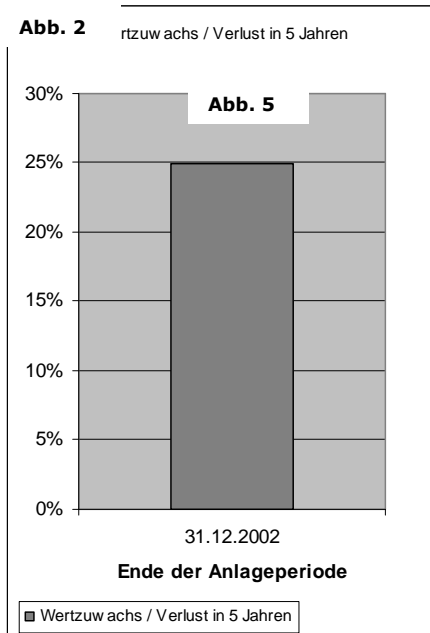
Dieser Beginn der Anlageperiode wird immer um 1 Monat weiter geschoben („rolliert“). Das Anlageergebnis jeder Periode wird in einem Chart abgetragen.

Ein Beispiel: Sie möchten einen Fonds, der zum 01.01.1998 aufgelegt wurde, betrachten. Sie sind interessiert an rollierenden 5-Jahreszeiträumen.

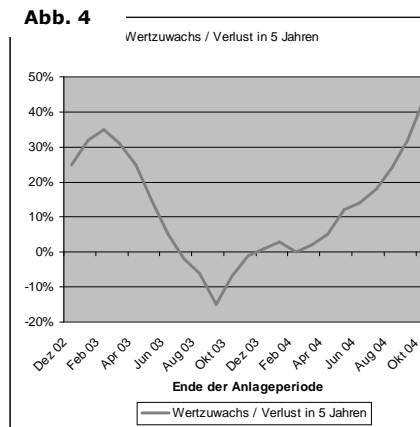
Die Ergebnistabelle weist folgende Werte aus:

Beginn der Anlageperiode	Ende der Anlageperiode	Wertzuwachs / Verlust in 5 Jahren
01.01.1998	31.12.2002	25%
01.02.1998	31.01.2003	32%
01.03.1998	28.02.2003	35%
01.04.1998	31.03.2003	31%
01.05.1998	30.04.2003	25%
01.06.1998	31.05.2003	15%
01.07.1998	30.06.2003	5%
01.08.1998	31.07.2003	-2%
01.09.1998	31.08.2003	-6%
01.10.1998	30.09.2003	-15%
01.11.1998	31.10.2003	-7%
01.12.1998	30.11.2003	-1%
01.01.1999	31.12.2003	1%
01.02.1999	31.01.2004	3%
01.03.1999	29.02.2004	0%
01.04.1999	31.03.2004	2%
01.05.1999	30.04.2004	5%
01.06.1999	31.05.2004	12%
01.07.1999	30.06.2004	14%
01.08.1999	31.07.2004	18%
01.09.1999	31.08.2004	24%
01.10.1999	30.09.2004	32%
01.11.1999	31.10.2004	44%
	USW.	USW

Daraus übernehmen Sie zunächst den ersten Wert in eine Grafik (Abb. 2)

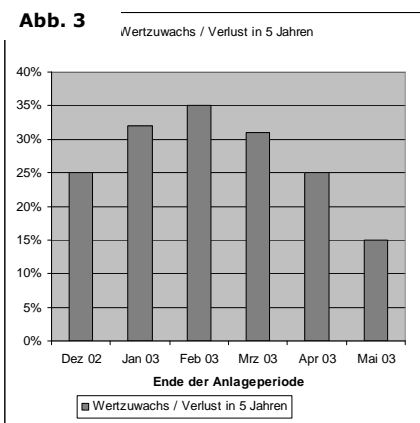


Irgendwann haben Sie so viele Werte, die so eng beieinanderliegen, dass Sie eine Linie zeichnen können. Die sieht dann im Beispiel so aus:

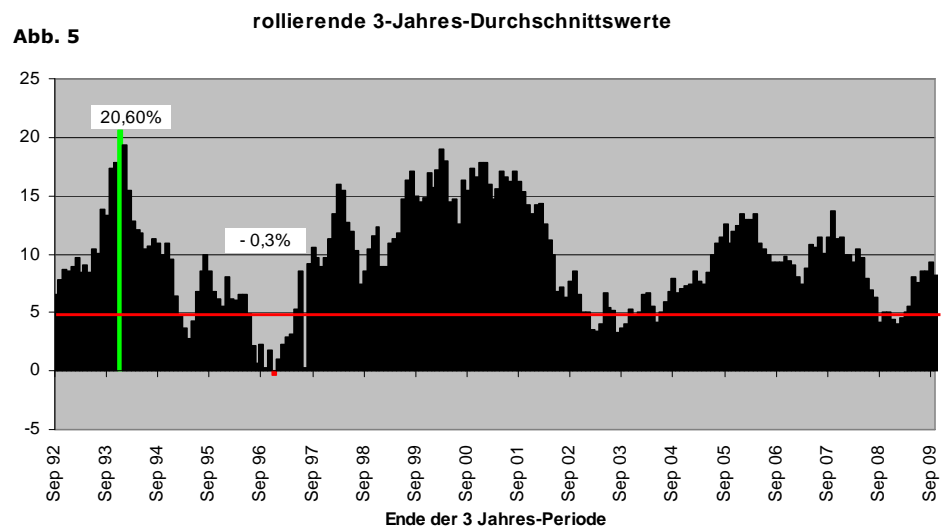


Wenn Sie diese Kurve mit rollierenden 3-Jahreswerten dann z. B. für den Fonds A zeichnen, dann erhalten Sie die Abb. 5.

Dann fahren Sie fort und übertragen die nächsten Werte ...



Auch ein Laie kann sehr schnell erkennen, dass er mit Fonds A bei einer Haltedauer von drei Jahren wenig Risiko eingegangen wäre und im schlechtesten Fall in einer Anlageperiode nur durchschnittlich $-0,3\%$ p. a. erzielt hätte.



Spannend wird es, wenn Dr. Spar vor der Entscheidung steht, ob er Fonds A kaufen soll oder lieber Fonds B, der aus dem gleichen Haus stammt und zurzeit sehr häufig in den Finanzmedien besprochen und gehyped wird.

Nach bewährtem Muster stellt sich Dr. Spar seine Vergleichstabelle auf:

Anlagedauer	Fonds A	Fonds B
11/89 - 01/10	541,9 %	711,3 %
02/95 - 01/10	334,4 %	566,9 %
02/00 - 01/10	117,8 %	101,9 %
02/02 - 01/10	97,3 %	132,5 %
02/05 - 01/10	59,4 %	80,5 %

Nach dieser Methode hätte sich Dr. Spar ganz klar für Fonds B entschieden, weil der im 5-, 8-, 15-Jahreszeitraum und beim Vergleich „seit Auflage des Fonds“ eindeutig besser abgeschnitten hat und im 10-Jahreszeitraum geringfügig hinter Fonds A gelegen hätte. Und vor diesem Hintergrund wäre diese Entscheidung auch sehr gut nachvollziehbar gewesen.

Ganz anders entscheidet sich Dr. Spar jedoch, als er die Kurven der rollierenden 3-Jahres-Durchschnittswerte von beiden Fonds im Vergleich (Abb. 6) betrachtet, denn er erkennt sehr schnell, dass er sich mit Fonds B (=blaue Linie) ein deutlich höheres Risiko einkaufen würde und in Boomphasen zwar deutlich mehr verdient hätte als mit Fonds A, dafür aber in schlechten Zeiten auch deutlich weniger verdient und vor allem öfters Phasen erlebt hätte, in denen er nach drei Jahren immer noch ein negatives Ergebnis erzielen würde. Das wollte Dr. Spar so nicht.

Dr. Spar sieht auch sofort, dass er immer in Krisenzeiten (1993 Putschversuch in Russland, 2000–2003 dotcom-Krise, 2008–2009 Finanzkrise) mit Fonds A wesentlich konstantere und vor allem nahezu immer positive Ergebnisse erzielt hätte. Deshalb entscheidet sich Dr. Spar jetzt für Fonds A und es geht ihm gut mit dieser Entscheidung.

Fazit:

Stichtagsbezogene Wertentwicklungsanalysen sind wenig aussagekräftig, weil der letzte u. U. sehr kurze Zeitraum der Anlageperiode das Gesamtergebnis sehr stark beeinflusst. Zufallsergebnisse und einmalige Sonderfaktoren können so eine langfristige und nachhaltig gute Performance vortäuschen.

Aussagekräftiger ist die Betrachtung von rollierenden Anlagezeiträumen, weil sie – auch für Laien erkennbar – die Chancen und Risiken eines Investments deutlicher zeigen.

Sinnvoll ist die Betrachtung von rollierenden Anlagezeiträumen für Anlage-dauern ab drei Jahren und es sollten mindestens 60, besser mehr als 100 Anlageperioden zur Verfügung stehen, damit mindestens eine Krisenphase erfasst und abgebildet ist.

Wolfgang Spang

Abb. 6 rollierende 3 Jahres-Durchschnittswerte

