

**Das Fondsdickicht wuchert immer weiter**  
*Konsolidierung ist nicht in Sicht*

**Passivität ist passé**  
*Aktiver Anlagestil wieder gefragt*

**Analyse fürs Gewissen**  
*Nachhaltigkeitsfonds verfolgen zwei parallele Ziele*



**Reparaturarbeiten an einem verpatzten Gesetz**  
*Widerstand gegen Steuerreglung*

**Alles unter Kontrolle**  
*Regelmäßiger Depotcheck ist nötig*

*Risikomanagementsysteme arbeiten mit unterschiedlichen Kennziffern und Methoden.*

**Tracking Error:** *Er misst die Schwankungsbreite der relativen Performance, das heißt die Abweichung zwischen der Wertentwicklung des Fonds und der Benchmark, die für das Portfolio als Vergleichsmaßstab gewählt wurde. Als Faustregel gilt: Ist der Tracking Error hoch, ist auch die Wahrscheinlichkeit und das Ausmaß einer Underperformance gegenüber der Benchmark deutlich größer.*

**Aktives Geld:** *Mit der Kennzahl Active Money wird die Summe aller Über- und Untergewichtungen gegenüber der Benchmark beziffert. Sie ist damit das Risikobudget, das dem Fondsmanager zur Verfügung gestellt wird. Jede einzelne abweichende Gewichtung birgt für sich genommen keine Gefahr für den Fonds, in der Summe können sie sich aber erheblich auswirken. Indem das Risikobudget gedeckelt wird, muss der Portfolioverwalter jede Wette gegen die Marktmeinung kritisch prüfen.*

**Absolute Grenzen:** *Risikomanagementsysteme überwachen zugleich die Einhaltung absoluter Anlagegrenzen. So darf zum Beispiel auf Grund der Fondssatzung oder gesetzlicher Regelungen der Anteil einer Aktie am Portfolio oder der Anteil des Fonds an einer Aktiengesellschaft einen bestimmten Wert nicht überschreiten. Tritt der Fall ein, gibt es eine Warnung.*

## Die Risiken im Zaum halten

*Fundiertes Risikomanagement ist für den Erfolg der Fondsmanager ein Schlüsselement. Doch bei den Kaufentscheidungen der privaten Kapitalanleger wird es häufig stiefmütterlich behandelt.*

Viele Privatanleger begnügen sich mit dem Blick in die Performance-tabelle. Steht ein Fonds auf einem vorderen Platz, hat er meist schon gewonnen. Erfahrene Investoren fragen noch nach dem Managementstil und den Köpfen, die hinter dem Fonds stecken. Doch ob die Investmentgesellschaft ein erprobtes Risikomanagementsystem besitzt, interessiert die wenigsten. Das ist ein großer Fehler. Denn gerade dieses Werkzeug spielt eine große Rolle für den dauerhaften Erfolg eines Fonds.

Eine überdurchschnittliche Performance im Vergleich zum gesamten Markt lässt sich nur durch die gezielte Über- und Untergewichtung von einzelnen Aktien erreichen. Doch jede Medaille hat zwei Seiten. Gewich-tungen, die vom Durchschnitt des Marktes abweichen, bergen

natürlich auch die Gefahr einer übermäßigen Drift nach unten. Daher sollten aktive Fondsmanager jederzeit im Bilde über die Risiken sein, die sie mit ihren Investitionen eingehen, und sie gezielt steuern. Anderenfalls droht Gefahr wie bei einem rassistigen Rennpferd: Lässt der Reiter die Zügel schleifen, kann es durchgehen und Schaden anrichten. Damit die Risiken im Zaum gehalten werden können, müssen die Fondsgesellschaften Tag für Tag eine Menge an Daten verarbeiten

und analysieren. Das geht aber nur mit aufwändigen EDV-Systemen, deren Kosten kleinere Unternehmen mitunter scheuen. Risikomanagementsysteme setzen die Performance eines Fonds ins Verhältnis zur Entwicklung der Benchmark, mit der sich das jeweilige Portfolio vergleicht. Sie messen über verschiedene Zeiträume wie heftig diese relative Performance schwankt. Doch nicht nur das. Zugleich wird nach den Ursachen der Abweichungen geforscht. So lässt sich feststellen, wieviel „Schuld“ die einzelne Aktie an überdurchschnittlichen Verlusten hatte und wo die Gewinnbringer sitzen.

Für den Anleger bringen diese Systeme einen deutlichen Vorteil. Sie verhindern allzu aggressive Übergewichtungen und damit die Gefahr eines starken Einbruchs, falls die riskante Wette nicht aufgeht und die Aktie falsch eingeschätzt worden ist. Das führt langfristig zu einer ausgeglichenen Performance, wobei das letzte Prozent Gewinn meist nicht ausge-reizt wurde, weil das Risikomanagementsystem auf der Bremse stand. Fragen Sie Ihren Anlageberater. Er kennt die Systeme der Fondsanbieter im Detail. ■



*Wie zuverlässig sind die Risikokontrollsysteme der Fondsanbieter?*

**Mehr Informationen dazu?**  
*Kreuzen Sie bitte diesen Buchstaben auf der Dialogkarte an.*

A

## Passivität ist passé

*Die lang anhaltende Baisse an den Aktienmärkten verhagelt den passiv verwalteten Fondsprodukten das Geschäft. Die schwierige Börsenlage verlangt nach einem aktiven Anlagestil.*

Bei ihrer Einführung wurden die Exchange Traded Funds (ETF), das sind börsengehandelte Indexfonds, noch gefeiert. Doch nach drei Jahren mit Kursverlusten ist

waren es im November 2002 nur noch rund 2,2 Milliarden Euro, obwohl es in der Zwischenzeit deutlich mehr Produkte gab.

Die Ursache: Passiv verwaltete Fonds haben einen „Konstruktionsfehler“. Fallen die Kurse in den Keller, werden sie unweigerlich mitgezogen. Fonds mit einer aktiven Strategie dagegen können sich, ein erfahrenes Verwalterteam vorausgesetzt, dem Abschwung zumindest teilweise entziehen. Sie wählen eine defensivere Anlagestrategie, soweit das die Anlage-



Finanztelegramm  
Trendbericht

viel vom ursprünglichen Glanz verschwunden. Die Umsätze gingen Ende 2002 zurück. Betrug der Umsatz mit den ETF im August 2001 noch 2,3 Milliarden Euro, so

## Das Fondsdickicht wuchert weiter

*Experten reden von Konsolidierung in der Investmentbranche. Doch die Auswahl wird dem Anleger damit nicht leichter gemacht. Denn unter dem Strich nimmt die Zahl der Fonds weiterhin zu.*

Die Meldungen ließen auf mehr Übersichtlichkeit am Fondsmarkt hoffen: Nach dem Zusammenschluss der Allianz Kapitalanlagegesellschaft mit dem Deutschen

Investment Trust wurden wegen Überschneidungen 30 Fonds ausgesondert. Marktführer DWS kaufte die kleineren Gesellschaften Franken Invest sowie Zürich Invest und

grenzen des Fonds zulassen. Ebenso kann der Kassenbestand hochgefahren werden. Das Geld in der Kasse wird verzinst und entzieht sich dem Kurseinbruch. Ein Indexfonds dagegen muss immer zu 100 Prozent investiert sein.

In schwierigen Börsenphasen steht der Wunsch nach Kapitalerhalt an erster Stelle. Er ist mit passiven Anlagestrategien nicht zu erfüllen. Daher hat die Baisse an der Börse ein zusätzliches Argument für einen aktiven Anlagestil geschaffen. Die börsennotierten ETFs waren ohnehin nicht das Nonplusultra für Privatanleger. Eine Anlagestrategie mit Fonds zielt in der Regel auf lange Zeiträume. Damit tritt eine Eigenschaft, die die Exchange Traded Funds auszeichnet, in den Hintergrund. Sie kön-

nen von einer Stunde auf die andere an der Börse ge- und verkauft werden. Das ist bei einem langfristigen Anlagehorizont aber von untergeordneter Bedeutung. Ein aktiver Anlagestil schließt - mit Blick auf das gesamte Depot - die Einbeziehung indexnaher Fonds, das sind keine ETF, sondern „normale“ Investmentfonds mit geringen Über- und Untergewichtungen gegenüber der Benchmark aber nicht aus. Mit ihnen können in strukturierten Fondsdepots die Blue Chips der großen Märkte abgedeckt werden. Dort verfügen einzelne Fondsmanager selten über Informationsvorsprünge. ■

Mehr Informationen dazu?  
Kreuzen Sie bitte diesen Buchstaben auf der Dialogkarte an.

B

machte sich ebenfalls an die Aufklärerarbeiten. Etwas mehr Übersichtlichkeit würde dem Fondsmarkt gut tun. Doch die Hoffnungen sind verfrüht. So wurden 2002 rund 350 Fonds allein in Deutschland neu aufgelegt. Hinzu kommen die neuen Angebote der ausländischen Investmentgesellschaften, die in keiner Statistik erfasst sind. Doch Schätzungen belegen: Die Zahl der Zugänge fällt wieder höher aus als die der Abgänge. Dabei wäre eine Bereinigung sinnvoll. Ein Angebot von nunmehr über 5.000 Fonds macht nicht nur die Wahl zur Qual. Viele Fonds leiden wegen der Zersplitterung des Sortiments nämlich an Mager sucht. Für den „wirtschaftlichen Betrieb“ eines Fonds sind nach Meinung von Experten mindestens 50 Millionen Euro Volumen erforderlich. Anderenfalls leidet die Rendite unter den relativ hohen Fixkosten. Aber allein der Branchenverband BVI führt 1.430 Fonds mit weniger als 50 Millionen Euro auf. Hinzu kommt noch eine größere Zahl von ausländischen Investmentfonds, denen es an schierer Größe mangelt. An klei-

nen Fonds aber haben Investoren selten Freude. So fallen nicht nur die Kosten unverhältnismäßig hoch aus, sie sind obendrein potentielle Kandidaten für eine Schließung. Ein zwangsweiser Umstieg auf einen anderen Fonds bringt aber selten Vorteile. Daher bleibt professionelle Auswahl weiterhin erste Investorenpflicht. Versierte Berater können dabei Unterstützung leisten. Sie kennen die Investmentstrategie der Verwalter und ihre Position im Vergleich mit der Konkurrenz. ■

Mehr Informationen dazu?  
Kreuzen Sie bitte diesen Buchstaben auf der Dialogkarte an.

C



Die Fondsauswahl ist  
inzwischen mit viel  
Analyse verbunden

### FINANZTELEGRAMM

**Herausgeber:** BCA AG  
In der Au 29, 61440 Oberursel  
**Verantwortlich:** Jens Wüstenbecker

**Redaktion:** Klaus Morgenstern,  
Freiligrathstraße 20, 16356 Ahrensfelde,  
Tel.: 030/9316242

**Druck:** P. Altmann-Druck,  
Mahlsdorfer Str. 13-14,  
12555 Berlin

Gedruckt auf chlorfreiem Papier

# Analyse fürs Gewissen

*In der Investmentlandschaft kursiert seit geraumer Zeit ein neuer Begriff: Nachhaltigkeit. Das ist der Titel für ein Anlagekonzept, das den Investoren nicht nur Rendite, sondern auch ein gutes Gewissen bescheren soll.*

Nachhaltigkeitsfonds sind die Enkel der grünen Portfolios, die Anfang der 90er Jahre auf den Markt kamen. Die Einengung auf das schmale Segment der reinen Umweltaktien war mit erheblichen Risiken verbunden. Daher entstand über mehrere Stufen das Konzept der Nachhaltigkeit. Damit Aktien

Einblicke in  
Stil & Strategie



in ein solches Portfolio gelangen, müssen sie zwei Bedingungen erfüllen. Erstens: Die Bewertung des Unternehmens an Hand der Bilanzkennzahlen und die Position im Markt lässt Potential für künftige Kurssteigerungen erkennen. Zweitens: Das Unternehmen geht sorgsam mit den Ressourcen um. Denn Nachhaltigkeit, der Begriff stammt ursprünglich aus der Forstwirtschaft, bedeutet nichts anderes als



*Wo sind Unternehmen zu finden, die nachhaltig wirtschaften?*

sparsamer Einsatz von Material und Energie, Vermeidung von Umweltbelastungen und gute Bedingungen für die Arbeitnehmer. Das sind die Ressourcen, auf die jede Wirtschaft aufbaut.

Für einen Fonds zählt sich das Nachhaltigkeitskriterium unter dem Strich in einer ausgeglichenen und weniger risikobehafteten Wertentwicklung aus. Branchen, die Akzeptanzprobleme zum Beispiel wegen einer hohen Umweltbelastung haben, unterliegen nicht selten der Gefahr von Kurseinbrüchen, wenn sich Anleger von der geächteten Firma abwenden. Außerdem ist eine nachhalti-

ge Unternehmensführung zugleich Indiz für ein insgesamt solides Management, auf dem letztlich jeder Unternehmenserfolg beruht. Nachhaltige Fonds verfügen wegen ihres geringen Alters noch nicht über weit zurückreichende Vergangenheitswerte. Auf Grund ihrer Ausrichtung kann aber damit gerechnet werden, dass sie ein Portfolio mittel- bis langfristig stabiler und risikoärmer machen und sich daher gut zur Ergänzung eignen. ■

Mehr Informationen dazu?  
Kreuzen Sie bitte diesen Buchstaben auf der Dialogkarte an.



## Patrioten verloren

*In den Wertpapierportfolios vieler deutscher Anleger dominieren immer noch Aktien und Aktienfonds aus Deutschland. Doch dieser Patriotismus zahlt sich in der Kapitalanlage nicht aus.*

Ihre Vorliebe für den deutschen Aktienmarkt begründen viele private Investoren mit einem schlichten Argument: Die hiesigen Unternehmen kenne man einfach viel



besser, das mache die Entscheidung leichter. Doch die einseitige Wette auf den deutschen Markt,

besonders wenn sie am Aktienindex DAX ausgerichtet ist, zahlt sich nicht aus. Der DAX hat in den letzten Jahren verglichen mit anderen Indizes deutlich schlechter abgeschnitten. Und das bei einer höheren Volatilität.

Es gibt mehrere Gründe dafür. Einer davon ist die Branchenstruktur. Im DAX dominieren Technologie- und Finanzwerte. Aber gerade sie haben in der jüngeren Vergangenheit besonders stark gelitten. Defensivere Branchen wie Nah-

rungsgüterkonzerne oder Energieversorger sind kaum im DAX zu finden. Außerdem gilt Deutschland derzeit als „kranker Mann“ Europas, ein unflexibler Arbeitsmarkt und mangelndes Wirtschaftswachstum engen das Kurspotential der Aktiengesellschaften ein. Die vielen Überkreuzbeteiligungen in der AG Deutschland hinterlassen ebenfalls Spuren an der Börse. Unternehmen ziehen sich in der Krise oft gegenseitig in die Tiefe. Die Lehre aus diesen Zusammenhängen: Die Wette auf einen einzelnen Markt darf ein Fondsportfolio nicht bestimmen. Und eine Wette auf den deutschen Markt zahlt sich erst recht nicht aus. Ordentliche Renditen beruhen langfristig auf einer durchdachten internationalen Streuung. ■

*Die Aktienauswahl der nachhaltigen Fonds gründet sich auf mehrere Prinzipien.*

**Ko-Kriterium:** Etliche Fondsmanager schließen von vornherein bestimmte Branchen aus. Dazu zählen zum Beispiel Kernenergie, Rüstungsindustrie, Chlorchemie oder Gentechnik. Diese Aktien gelangen dann erst gar nicht in die engere Wahl.

**Best-in-Class-Ansatz:** Bei diesem Konzept suchen die Fondsverwalter nach Unternehmen, die unter ihresgleichen besonders nachhaltig wirtschaften. Die Nachhaltigkeit der Branche selbst spielt dabei erst mal keine Rolle. Daher sind zum Beispiel auch Chemiewerte in den Portfolios zu finden.

**Filter-Prozess:** Während der Analyse durchlaufen die Aktien einen mehrstufigen Filterprozess. Dabei werden die Aktien sowohl an Hand von Finanz- als auch Nachhaltigkeitskriterien selektiert. Unter jenen Aktien, die das so genannte Screening erfolgreich absolvieren, wählt der Fondsmanager dann die Kandidaten für sein Portfolio aus.

**Externe Experten:** Bei der Bewertung der Nachhaltigkeit arbeiten Investmentgesellschaften häufig mit externen Experten zusammen. Das können Ratingagenturen sein, die sich auf den Umweltschutz und die Umwelterhaltung spezialisiert haben, oder Wissenschaftler, die zum Beispiel die sozialen Bedingungen in Unternehmen untersuchen.

**Weiche Kriterien:** Die Bewertung der Nachhaltigkeit ist nicht immer unumstritten. Anders als bei den „harten“ Bilanzkennzahlen gibt es auch Gebiete, die quantitativ schwer zu erfassen sind. Außerdem müssen meist viele Einzelkriterien gebündelt werden, um zu einem Gesamturteil über die Nachhaltigkeit zu gelangen. Die Gewichtung der einzelnen Faktoren unterliegt aber durchaus auch subjektiven Entscheidungen. Wer diese Schwäche der Nachhaltigkeitsuntersuchungen kennt, kann die Ergebnisse richtig einordnen.

# Alles unter Kontrolle

*Nach dem Kauf eines Fondsanteils ergeht es dem Investor manchmal wie mit guten Freunden: Aus den Augen - aus dem Sinn. Sind die Fonds erst mal im Depot, lässt man schnell die Kontrolle schleifen.*

Ein Beispiel: Der Erlös aus dem Verkauf eines kleinen Grundstücks wurde vor einigen Jahren ausgewogen angelegt. Der Depotinhaber investierte je zur Hälfte in Aktien- und Rentenfonds. Das war 1999. Doch seitdem haben die Aktienfonds deutlich Federn gelassen. Kursgewinne bei den Rentenportfolios und reinvestierte Ausschüttungen führten aber auf der anderen Seite zu einem erfreulichen Zuwachs bei der Rentenkomponente. Außerdem kaufte der Depotbesitzer noch einmal einige Anteile an einem Fonds mit Unternehmensanleihen, weil die gerade von allen als interessante Anlageform gelobt wurden.

Nun ist das Verhältnis aber nicht mehr 50:50, sondern ein Drittel zu zwei Drittel. Auf schleichende Art und Weise ging die ursprüngliche Orientierung verloren. Der Bezug zu den eigentlichen Zielen des Anlegers, er wollte schließlich zur

Hälfte mit seinem längerfristig angelegten Kapital von den Chancen des Aktienmarktes profitieren, ist nicht mehr gegeben.

Ohne Unterstützung eines versierten Beraters bemerken viele Anleger diese „heimliche“ Wandlung bei ihren Kapitalanlagen gar nicht. Wer berechnet schon regelmäßig die aktuelle Zusammensetzung? Deshalb sollte gemeinsam mit einem Experten ein regelmäßiger Depotcheck vorgenommen werden. Viele der Finanzberater verfügen über Analyseprogramme, die schnell die erforderlichen Daten bereitstellen. Wichtig sind dabei vor allem folgende Fragen:

- Stimmt die Zusammensetzung des Depots noch mit den aktuellen Zielen überein? Übrigens ändern sich durch Kurszuwächse und -verluste nicht nur die Anteile der einzelnen Asset Klassen, auch die Ziele des Anlegers verschieben sich im Laufe des Lebens.



*Ein regelmäßiger prüfender Blick auf die Geldanlagen ist ratsam*

- Werden selbst gesetzte Grenzen über- oder unterschritten?
- Befinden sich Rendite und Risiko in Übereinstimmung mit den gewünschten Größenordnungen oder läuft möglicherweise das Risiko aus dem Ruder?
- Sind Fonds im Portfolio, die den Erwartungen bei weitem nicht entsprechen haben, weil deren Managementqualität völlig enttäuscht? Oder ist ein neuer Fondsverwalter nicht in der Lage, an die Erfolge seines Vorgängers anzuknüpfen?

- Müssen gegebenenfalls Umschichtungen vorgenommen werden, weil durch Veränderungen in der persönlichen Situation des Anlegers mittlerweile eine konservativere Strategie ratsam ist? Alle diese Fragen sollten regelmäßig mit einem unabhängigen Anlageberater ausführlich besprochen werden. ■

Mehr Informationen dazu? Kreuzen Sie bitte diesen Buchstaben auf der Dialogkarte an.

E

# Reparatur eines verpatzten Gesetzes

*Ausländische Fonds sollen künftig stärker besteuert werden als hiesige Angebote. So die Absicht der Bundesregierung. Doch schon hat sich Widerstand formiert, der auf Änderungen drängt.*

Das jüngste politische Kabinettsstück traf erneut die Fondsanleger. Einerseits schwärmen die Politiker von der europäischen Einheit. Andererseits führen sie ein neues Zwei-Klassen-System ein. Wertzu-

Finanztelegramm  
Rechtsrat



wächse bei inländischen Fonds sollen demnächst mit 7,5 Prozent besteuert werden. Bei den ausländischen Fonds dagegen sind 15 Prozent vorgesehen, weil sie vom

Halbeinkünfteverfahren, wie schon bei den Dividendenzahlungen, ausgeschlossen bleiben. Einen sachlichen Grund für diese Ungleichbehandlung, die kürzlich sogar öffentlich eingeräumt werden musste, gibt es nicht. Aber der Druck auf den Gesetzgeber ist groß. So hat das Finanzministerium zumindest angekündigt, dass 2004 ein neues Investmentgesetz

kommt, mit dem diese Ungerechtigkeit wieder aus der Welt geschafft werden soll. Es sind nämlich nicht nur die „echten Ausländer“ betroffen, sondern ebenso die irischen und Luxemburger Töchter der deutschen Fondsanbieter. Nach den Angaben des Researchunternehmens FERI Trust haben deutsche Fondsgesellschaften mehr als 800 Fonds allein in

Luxemburg aufgelegt. Schon aus diesem Grund können Investoren hoffen, dass die Branchen-Lobby bei den Regierungsfractionen auf der Matte steht und vielleicht schon früher eine Änderung erreicht. Zudem hat die EU-Kommission ein Verfahren gegen Deutschland eingeleitet. Der Mißgriff des Gesetzgebers sollte kein Grund sein, Auslandsfonds zu meiden. ■

**Ihr persönlicher Finanzberater**

Mehr Informationen dazu? Kreuzen Sie bitte diesen Buchstaben auf der Dialogkarte an.

F