

SPIEGEL ONLINE - 09. November 2007, 16:40

URL: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,516458,00.html>

## FONDS-BEREINIGUNG

# Das Versteckspiel der Geldprofis

Von Kai Lange

**Nachholen ausgelassener Gelegenheiten, Verkauf von Nieten - kurz vor Jahresende suchen viele Fondsmanager die Gelegenheit, ihre Portfolios aufzuhübschen. SPIEGEL ONLINE erklärt, was Anleger tun können, um nicht auf die Blender hereinzufallen.**

Wenn es richtig wackelt an der Börse und sich das Quartal dem Ende zuneigt, nutzen die Schaumsläger ihre Chance. Aktien, deren Kauf zum rechten Zeitpunkt sie verpasst haben und deren guter Kursentwicklung sie seit Monaten hinterherschauen, bieten sich zum Kauf in letzter Minute an. Mit etwas Glück sammeln sie Börsenlieblinge während einer kurzen Schwächephase ein und behaupten, sie wären schon immer dabei gewesen.



DPA

Dax-Anzeige im Börsensaal in Frankfurt am Main: Versteckspiel der Fondsmanager

Als Dow Jones und Nasdaq gestern zeitweise in den freien Fall übergingen, verloren Anlegerlieblinge wie Google oder Apple binnen weniger Stunden rund zehn Prozent ihres Wertes. Viele Anleger nahmen, eingeschüchtert von mahnenden Worten des Fed-Chefs Ben Bernanke, Gewinne mit, und bei den genannten Werten war auch besonders viel mitzunehmen. Ein guter Moment für einen Fondsmanager, Positionen solcher Titel aufzubauen - und damit am Bilanzstichtag unangenehmen Fragen zu entgehen.

Wer möchte schon gegen Jahresende, wenn die meisten Fonds ihre Positionen offenbaren, von Kunden oder, schlimmer noch, von seinem Chefstrategen gefragt werden: "Haben Sie Google übersehen? Diese Aktie steigt seit Jahren - und Sie sind nicht dabei?" Oder: "Dies ist ein iPhone, mein Freund, die Leute sind verrückt danach. Ich verstehe nicht, wieso Sie Apple nicht halten."

## Jobsicherung durch Täuschung

Für viele Anlagestrategen bedeutet es nichts weniger als die Absicherung ihres Jobs, wenn sie kurz vor dem Bilanzstichtag Mitte Dezember noch einige Titel mit überdurchschnittlicher Performance aufnehmen und die Nieten noch rasch über Bord werfen.

Schließlich sind aktiv gemanagte Fonds nur dann ihre Gebühren wert, wenn es ihren gut bezahlten Managern gelingt, die richtigen Aktien auszuwählen und auf diese Weise den breiten Index zu schlagen - ein Kunststück, das sowieso nur wenigen gelingt. Aber am Bilanzstichtag tun viele Investmentstrategen so, als wären sie schon immer auf der richtigen Seite gewesen, da in der Regel lediglich die einzelnen Titel im Depot, nicht aber die Kaufdaten und Kaufkurse genannt werden.



Dieses sogenannte Windows Dressing führt noch in anderer Hinsicht in die Irre. Er simuliert eine Depotzusammensetzung, die meist nur kurzfristig gilt und mit der langfristigen, realen Zusammensetzung eines Fonds nichts zu tun hat - und treibt obendrein noch die Transaktionskosten in die Höhe.

manager-magazin.de

Dax-Stand im historischen Vergleich

Die US-Finanzforscher Clemens Sialm und Marcin Kacperczyk von der British Columbia University haben eine Methode entwickelt, um dem Versteckspiel der Fondsmanager auf die Schliche zu kommen. Sie vergleichen den realen Ertrag eines Fonds mit dem hypothetischen Ertrag, den ein Fonds erzielen müsste, wenn er an den am letzten Stichtag offengelegten Werten langfristig festgehalten hätte.

Die Differenz zwischen hypothetischer und tatsächlicher Fondsperformance nennen die Experten Return Gap: Bleibt die reale Performance stark hinter der hypothetischen zurück, ist dies ein Anzeichen, dass die verantwortlichen Fondsmanager häufig Window Dressing betreiben und über ihr tatsächliches Portfolio hinwegtäuschen.

### Im Zweifel Indexfonds

Das sind jedoch aufwendige Rechenspiele. Anleger, die sich auf das berüchtigte Portfolio-Versteckspiel gar nicht erst einlassen wollen, sollten eher Indexfonds - zum Beispiel in der Form von Exchange Traded Funds (ETFs) - kaufen. Diese bilden stur den jeweiligen Index ab, sind deutlich günstiger zu haben und schlagen in der Performance obendrein noch die meisten aktiv gemanagten Fonds.

Window Dressing erhöht außerdem das Risiko eines Fonds, da es zu kurzfristigen, spekulativen Wetten einlädt. Bei Google zum Beispiel dürfte mancher Fondsmanager vielleicht gestern schon zugegriffen haben. Geht die Wette schief und setzen sich die Gewinnmitnahmen fort, kann man den betroffenen Wert immer noch kurz vor dem Offenlegungstermin im Dezember wieder rauswerfen.

"Wenn es gut geht, kann man es zeigen, und wenn es schiefgeht, kann man noch rasch verkaufen und keiner merkt es", fasst Hendrik Leber, Fondsmanager bei der Investmentgesellschaft Acatis, zusammen. Man könne mitwetten, so lange man sich mit einem Crash-Papier nicht am Bilanztag erwischen lässt: "Cover your ass" heißt es dazu wenig vornehm im Londoner und Frankfurter Investmentviertel.

Der Nebeneffekt: Auch ein Fonds, der im Anlageprospekt als eher konservativ verkauft wird, kann durch solch kurzfristige Wetten ein sehr spekulatives Profil bekommen.

In dem Versuch, die für das Image und den Gewinn künftiger Kunden so wichtige Extrarendite zu erzielen, begibt sich mancher Investmentstrategie auf gefährliche Pfade. Mit solch einem "Stilwechsel" könnten Anleger sogar leben - wenn er denn für sie erkennbar wäre.

Eine besonders aggressive Variante des Window Dressing ist das sogenannte Portfolio Pumping. Ein Fondsmanager kauft unmittelbar vor dem Bewertungstag marktenge Werte in großer Zahl und löst auf diese Weise einen deutlichen Kursanstieg aus. Eben jene "Gewinnerwerte" kann er dann am Tag der Offenlegung zeigen und damit seine Performance aufbessern - doch die Chancen, dass diese Gewinne halten, sind gering.

### Was läuft, läuft

Anleger, die mit Window Dressing rechnen und aktiv mitspekulieren, kalkulieren in der Regel mit der Formel: Was läuft, wird auch bis zum Stichtag gut laufen, und was nicht läuft, kommt auch bis zum Offenlegungstermin nicht auf die Beine.

#### TERMINVORSCHAU

--

Oder: Börsenlieblinge der vergangenen Monate bleiben auch kurz vor Jahresende gefragt, da sich viele Profianleger zum Offenlegungstermin mit ihnen schmücken wollen. Werte mit

**Freitag, 9. November**

USA: Handelsbilanz  
USA: Verbrauchervertrauen

**Montag, 12. November**

US-Börsen geschlossen  
(Thanksgiving)  
Porsche: Aufsichtsratssitzung

**Dienstag, 13. November**

D: ZEW-Konjunkturbericht  
Eon: Zwischenbericht Q3  
Solon: Zahlen Q3  
Wal Mart: Zahlen Q3

**Mittwoch, 14. November**

D: Konjunkturbarometer der DIW

**Donnerstag, 15. November**

USA: Rede von Ben Bernanke  
USA: Lagerbestände und  
Erzeugerpreise  
USA: Auftakt Los Angeles Motor  
Show  
Infineon: Zahlen Geschäftsjahr  
Solarworld: Zahlen Q3  
Salzgitter: Zahlen Q3

**Freitag, 16. November**

New York: Industrieindex  
Nordex: Zahlen Q3

schlechter Performance dagegen werden herausgekehrt und erhalten höchstens nach dem Tag der Abrechnung wieder eine Chance.

Das bedeutet für Dax-Anleger: Es ist sehr riskant, schon jetzt auf eine rasche Erholung der geprügelten Finanzwerte wie Deutsche Bank oder Commerzbank zu wetten. Kaum ein Fondsmanager dürfte ein Interesse daran haben, allzu viele der bedrängten Finanzwerte in seinem Portfolio zu zeigen - notfalls werden kurz vor dem Stichtag noch Positionen abgebaut. Die Reihe der Banken, die bereits Milliardensummen abgeschrieben haben, ist lang - und dürfte noch **fortgeschrieben werden**.

Dagegen dürften Anlegerlieblinge wie Volkswagen oder MAN in den kommenden vier Wochen noch ein paar Käufer finden - es sei denn, die Nachrichtenlage ändert sich dramatisch.

"Häufig ist es eine gute Idee, in den letzten Handelstagen im Dezember zum Beispiel einen Dax-Indexfonds zu kaufen", meint Fondsmanager Leber. Hintergrund: Viele Window-Dresser trennen sich bis Mitte Dezember von ihren Problemfällen. Das dürften in diesem Jahr in erster Linie einige US-Finanzwerte sein, doch auch Dax-Schwergewichte wie Deutsche Telekom oder Deutsche Bank könnten wegen ihrer unterdurchschnittlichen Jahresperformance kurzfristig herausgekehrt werden.

In den ersten Tagen des neuen Jahres würden eben diese Werte aber häufig wieder zugekauft, meint Leber. Wenn Fondsmanager auf eine Erholung etwa der Finanztitel im kommenden

Geschäftsjahr setzen, dürfte sich der finanzlastige Dax in den ersten Handelstagen des neuen Jahres einer regen Käufernachfrage erfreuen.

Ein gewisses Verständnis für Window Dressing bringt Leber sogar auf - obwohl er selbst eine andere Anlage- und Offenlegungsstrategie verfolgt. "Fondsmanager schützen sich durch Window Dressing vor Besserwissern", meint Leber: Ein Investmentprofi müsse jedoch die Souveränität aufbringen, solche Kritik auch auszuhalten, wenn er von der langfristig guten Performance seiner Titel überzeugt ist.

Sowohl Window Dressing als auch eine zu hohe Transparenz seien schädlich für die Performance eines Fonds, da sie kurzfristiges Kaufen und Verkaufen und damit den ständigen Depotumbau fördern. Hektisches, kurzatmiges Hin und Her zehre die **Renditechancen** auf: "Man sollte diejenigen, denen man Geld anvertraut, auch in Ruhe arbeiten lassen."

© SPIEGEL ONLINE 2007

Alle Rechte vorbehalten

Vervielfältigung nur mit Genehmigung der SPIEGELnet GmbH

**Zum Thema im Internet:**

- Hypothekenkrise: Welche Banken bereits bluten  
<http://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/0,2828,516571,00.html>
- Steuerpläne: Auch Fonds werden gerupft

<http://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/0,2828,461535,00.html>

---