

Altersvorsorge mit Fondssparplänen im Schatten der Finanzkrise

Dr. Jürgen Ehler, Marcel Lizon, Christian Rieckhoff

Die kapitalgedeckte Altersvorsorge wurde durch die Finanzkrise der Jahre 2007 und 2008¹ in mehrfacher Weise beeinflusst. So erfuhren Anleger in vielen Ländern durch die unmittelbare Wirkung der Krise einen Wertverlust ihrer für die Altersvorsorge angelegten Ersparnisse². In Deutschland führte die Finanzkrise ebenfalls zwischenzeitlich zu starken Wertverlusten bei Vermögenswerten. Die bedeutendsten Wertverluste hatten hier Aktienanlagen und Aktienfonds zu verzeichnen: So verlor der Deutsche Aktienindex (DAX) zwischen 2007 und 2008 über 40 % seines Wertes. Dagegen konnten die in Deutschland am weitesten verbreiteten Sparanlagen (z. B. Sparbücher, Tagesgeldkonten) eine Zunahme der Verzinsung in diesen Jahren realisieren. Die unmittelbaren Auswirkungen der Finanzkrise auf die individuelle Altersvorsorge hingen folglich entscheidend von der Portfolio-Struktur des Altersvorsorgevermögens und der Zeitspanne bis zur Verrentung des angesparten Kapitals ab³.

1. Finanzkrise und kapitalgedeckte Altersvorsorge

Weltweit reagierten die Staaten auf die Finanzkrise 2007/2008 mit groß angelegten Rettungsaktionen für die Finanzwirtschaft und umfangreichen Konjunkturprogrammen⁴. Unterstützend wurden die Notenbanken, insbesondere in den westlichen Industriestaaten, mit einer expansiven Geldpolitik tätig⁵ und senkten die Leitzinsen. So verringerte die Europäische Zentralbank (EZB) den Zinssatz für das Hauptfinanzierungsgeschäft der Geschäftsbanken zwischen Juli 2008 und November 2013 von 4,25 % auf 0,25 %⁶. Die expansive Geldpolitik der Notenbanken kurbelte die Aktiennachfrage an⁷. Seit dem Frühjahr 2009 konnten die Aktienmärkte wieder steigende Notierungen verzeichnen und die vorhergehenden Verluste weitgehend wettmachen⁸. Die Zinssenkungen der EZB führten einerseits dazu, dass die Renditen von Staats- und Unternehmensanleihen gesunken sind. Andererseits verbuchten einige Rentenfonds, z. B. Rentenfonds Euro, die alte, besser verzinsten Anleihen im Bestand hatten, Kursgewinne. Seit Ende 2007 konnten so ausgewählte Rentenfonds Renditen von 7 % p. a. ausweisen⁹. Diese Entwicklungen haben dazu beigetragen, dass u. a. nach Auffassung der International Social Security Association (ISSA) die negativen Auswirkungen der Finanzkrise auf die meisten nationalen Altersvorsorgefonds bereits 2011 als überwunden galten¹⁰.

Es ist zu erwarten, dass die unmittelbaren Auswirkungen der Finanzkrise bzw. der in ihrer Folge ergriffenen finanz- und geldpolitischen Maßnahmen auch bei den Ergebnissen von Sparplänen auf Aktien- und Rentenfonds erkennbar sind. Allerdings sprechen einige Argumente dafür, dass bei langfristigen Fondssparplänen, die zur Altersvorsorge genutzt werden¹¹, die kurzfristigen Schwankungen der Vermögenspreise von geringerer Bedeutung sind als

beispielsweise bei einer einmaligen Vermögensanlage. Fondssparpläne sind dadurch gekennzeichnet, dass zumeist regelmäßige, gleichbleibende oder steigende Einzahlungen über einen langen Zeitraum erfolgen.

Die Langfristigkeit der Sparpläne kann dazu beitragen, dass kurzfristige Schwankungen der Vermögens-

Dr. Jürgen Ehler, Marcel Lizon und Christian Rieckhoff sind Mitarbeiter im Geschäftsbereich Forschung und Entwicklung der Deutschen Rentenversicherung Bund.

¹ Zu Ursachen und Verlauf der Finanzkrise vgl. Schäfer: Nachhaltige Finanzmärkte – eine Bestandsaufnahme nach fünf Jahren Finanzkrise, S. 2–15. In: DIW Berlin: Politikberatung kompakt 66, Berlin 2012.

² OECD: Renten auf einen Blick 2009: Renteneinkommenssysteme in OECD-Ländern, 2009.

³ Börsch-Supan et al.: Auswirkungen der Finanzkrise auf die private Altersvorsorge, S. 5 ff. In: mea discussion papers no. 193-2009, Mannheim 2009. OECD: From Crises to Recovery, The Causes, Course and Consequences of the Great Recession, 2010.

⁴ Schäfer, a. a. O., hier S. 11 ff.

⁵ Zu den Zielen geldpolitischer Strategien und der Definition expansiver Geldpolitik vgl. „Geldpolitik“ in Gabler Wirtschaftslexikon, veröffentlicht unter: www.wirtschaftslexikon.gabler.de.

⁶ Vgl. Bankenverband: Die Leitzinsen der Europäischen Zentralbank, veröffentlicht unter: www.bankenverband.de.

⁷ Vgl. zum Zusammenhang zwischen expansiver Geldpolitik und Aktienkursen: Österreichische Nationalbank: Wie wirkt die Geldpolitik auf die Wirtschaft? veröffentlicht unter: www.oenb.at.

⁸ Deutsche Bundesbank: Aktuelle Entwicklungen am Markt für Investmentfonds: Nachfrage, Strukturveränderungen und Anlageverhalten. In: Monatsbericht Januar 2013, Frankfurt a. M. 2013, veröffentlicht unter: www.bundesbank.de, hier S. 14.

⁹ Stiftung Warentest: Leitzins der EZB: Rekordtief und die Folgen für die Verbraucher, Mai 2013, veröffentlicht unter: www.test.de.

¹⁰ ISSA: Survey on social security in times of crisis: Final report on findings and conclusions. Geneva 2011, veröffentlicht unter: www.issa.int, hier S. 9.

¹¹ Zur kritischen Einordnung der Fondssparpläne in das System der Altersvorsorge vgl.: Ehler et al.: Sparpläne auf Aktienfonds – Altersvorsorge mit Risiko. In: DRV 5/2009, hier S. 432 f.

preise über den Anlagezeitraum hinweg „geglättet“ werden. Hingegen können strukturelle Veränderungen, die z. B. durch die demographische Entwicklung oder den technischen Fortschritt hervorgerufen werden, für die Altersvorsorge von größerer Bedeutung sein¹².

Die Regelmäßigkeit der Einzahlungen wird häufig ebenfalls als Vorteil gesehen. Sie führt zum sog. Cost-Average-Effekt. Durch die Regelmäßigkeit der Einzahlungen erreicht der Anleger, dass bei fallenden Kursen mehr, bei steigenden Kursen entsprechend weniger Fondsanteile gekauft werden. Der Kauf der Anteile zu unterschiedlichen Ausgabepreisen bewirke für den Anleger, dass er diese zu einem insgesamt günstigeren Durchschnittspreis erwirbt¹³. Dieser Effekt wird auch intensiv in der Werbung genutzt¹⁴. Eine kritische Analyse zeigt jedoch, dass die Anlagestrategie stets identischer Investitionsbeträge gegenüber anderen Anlagestrategien grundsätzlich keine positiven Renditeeffekte hat¹⁵. Denn die Vorteilhaftigkeit dieser Anlagestrategie besteht nur bei ganz bestimmten Entwicklungen der Vermögenspreise. Zudem ist sie nur bei einer rückblickenden Betrachtung (ex post) sichtbar. Für eine für die Zukunft (ex ante) festzulegende Anlagestrategie hat der Cost-Average-Effekt hingegen keinerlei praktische Relevanz.

2. Anliegen des vorliegenden Beitrags

Vor dem Hintergrund der Finanzkrise der Jahre 2007/2008 untersucht der vorliegende Beitrag die empirische Entwicklung der Ergebnisse mittel- und langfristiger Sparpläne mit Aktien- und Rentenfonds und stellt beispielhaft ihre Auswirkungen auf die individuelle Alterssicherung dar. Der Fokus der Untersuchung liegt auf Fondssparplänen, die in den Jahren 2007 bis 2013 beendet wurden. Zwei frühere Auswertungen ermöglichten die Einbeziehung der Ergebnisse von Sparplänen, deren Ausstiegszeitpunkte zwischen den Jahren 1999 und 2006 lagen¹⁶.

Anliegen der Autoren ist es, die Unterschiede im Anlageerfolg von Sparplänen auf Investmentfonds in Abhängigkeit von ihrem Anlageschwerpunkt, dem Anlagezeitraum und dem Ausstiegszeitpunkt aufzuzeigen. Dazu wurde in einem ersten Schritt das Endkapital von Sparplänen auf Aktienfonds mit den Anlageschwerpunkten „Deutschland“, „Europa“ und „International“ und von Rentenfonds mit dem Anlageschwerpunkt „Euro“ betrachtet (Abschnitt 4.1). Beim Vergleich des Anlageerfolgs sollte beachtet werden, dass es sich bei der hier vorgenommenen Auswertung der empirischen Ergebnisse um eine beispielhafte Darstellung von ausgewählten Sparplänen handelt. Die Gesamtbreite möglicher Ergebnisse von Investmentfondssparplänen kann im Rahmen dieses Beitrags – schon aufgrund der Vielzahl vorhandener Investmentfonds – nicht abgebildet werden. Eine Repräsentativität der Ergebnisse für alle Investmentfondssparpläne ist somit weder beabsichtigt noch gegeben.

Abhängig vom Alter des Vorsorgenden bei Beginn der Altersvorsorge mit Investmentfonds und dem geplanten bzw. tatsächlichen Renteneintritt variiert die Dauer der Sparpläne. Um die Variation des Ansparzeitraums beispielhaft abzubilden, wurden Sparpläne mit unterschiedlicher Laufzeit in die Untersuchung einbezogen. Der Ausweis der Rendite dieser Sparpläne, die als interner Zinsfuß errechnet wurde, ermöglicht einen Vergleich ihrer Rentabilität über unterschiedliche Laufzeiten hinweg (Abschnitt 4.2)¹⁷.

Zudem stellt der Beitrag die konkreten Auswirkungen unterschiedlicher Anlageschwerpunkte und Ausstiegszeitpunkte bei gegebener Laufzeit von Sparplänen auf die individuelle Alterssicherung dar. Dazu wurde das sich ergebende Endkapital der Sparpläne rechnerisch in Sofortrenten umgewandelt (Abschnitt 4.3). Hierbei wurde von Veränderungen der Berechnungsgrundlagen für die Verrentungsphase über den Zeitverlauf, die sich z. B. durch unterschiedliche Annahmen zur Lebenserwartung oder zum Rechnungszins ergeben, abstrahiert. Auch die konkrete Produktauswahl für die Verrentungsphase kann die individuelle Altersvorsorge positiv oder negativ beeinflussen¹⁸. Diese Einflussfaktoren wurden in der vorliegenden Auswertung vernachlässigt, da der Fokus der Untersuchung auf den möglichen Gestaltungsfaktoren der Ansparphase liegt.

Schwerpunkt im Abschnitt 5 dieses Beitrags ist die Frage, inwieweit sich die Ertragskraft der Sparpläne auf Aktienfonds durch eine regionale Diversifizierung des Anlageschwerpunkts verändert. Bei diesem (ex post) Vergleich standen allein die tatsächlichen empirischen Ergebnisse von Aktienfondssparplänen unterschiedlicher regionaler Anlageschwerpunkte im Fokus. Für die Ergebnisse dieses Abschnitts gilt – ebenso wie für die gesamte vorliegende Analyse der Fondssparpläne –, dass diese als Grundlage für Anlageentscheidungen (ex ante) nicht geeignet sind, da es sich hierbei um reine Vergangenheitswerte handelt, die nicht in die Zukunft fortgeschrieben werden können¹⁹.

¹² Vgl. z. B. Börsch-Supan et al., a. a. O., S. 9.

¹³ Vgl. Definition „Cost-Average-Effekt“. In: Börsenlexikon unter: www.boerse.de.

¹⁴ Vgl. z. B. „Cost-Average-Effekt“ unter www.commerzbanking.de.

¹⁵ Vgl. Langer, Nauhauser: Gibt es einen Cost-Average-Effekt? Working Paper Universität Mannheim 2003.

¹⁶ Vgl. Ehler et al., a. a. O. bzw. Rieckhoff, Individuelle Planbarkeit der privaten Altersvorsorge, in: DAngVers 3/2004, S. 118–127. Die sich ergebenden Sofort-Renten sind an dieser Stelle allerdings nicht vergleichbar, da sie jeweils mit den aktuellen Berechnungsgrundlagen ermittelt wurden. S. insofern auch Abschnitt 3.

¹⁷ Zur Kritik des Aussagewertes des internen Zinsfußes über unterschiedliche Laufzeiten vgl. z. B.: Langer/Nauhauser, a. a. O., hier S. 12 ff.

¹⁸ Zu den Gestaltungsmöglichkeiten und den unterschiedlichen Ergebnissen der Auszahlphase von Riester-Fondssparplänen vgl.: Finanztest 10/2013.

¹⁹ Vgl. z. B.: „Der Sparer, das einsame Wesen“, Handelsblatt vom 30. 5. 2010.

Abschnitt 6 widmet sich dem Phänomen des „Survivorship Bias“. Damit ist gemeint, dass nur Investmentfonds mit einer vergleichsweise guten Performance über einen langen Zeitraum beobachtet werden können und damit die Durchschnittsergebnisse langjähriger Sparpläne nach oben verzerrt werden²⁰. Anhand der empirischen Daten wurde daher untersucht, wie sich die Performances „überlebender“ und „nicht überlebender“ Investmentfonds tatsächlich unterscheiden.

Im letzten Abschnitt werden die Ergebnisse aus der empirischen Analyse der Erträge von Sparplänen auf Investmentfonds zusammengefasst und daraus Schlussfolgerungen für die individuelle Altersvorsorge und das System der Altersvorsorge insgesamt abgeleitet.

3. Methodisches Vorgehen

Die vorliegende Analyse basiert auf Daten des Bundesverbandes Investment und Asset Management e.V. (BVI). Der BVI veröffentlicht regelmäßig die Performance von Fonds seiner Mitgliedsgesellschaften, u. a. anhand von Sparplänen mit einer Ansparphase von 10 bis 35 Jahren²¹. Grundlage der vorliegenden Untersuchung waren die Ergebnisse zur Performance von Sparplänen mit einem Ausstiegszeitpunkt zwischen den Jahren 2007 bis 2013²². Als frühester Einstiegszeitpunkt bei einem fünfunddreißigjährigen Sparplan ergibt sich dementsprechend der 30. 9. 1972. Als spätester Einstiegszeitpunkt eines zehnjährigen Fondssparplans ergibt sich der 30. 9. 2003²³.

Bei der Performance-Messung der ausgewerteten Sparpläne wurden durch den BVI monatliche Einzahlungen in Höhe von 100 EUR unterstellt. Untersucht wurden Fondssparpläne mit einer Laufzeit von 10, 20 und 35 Jahren. Es wurden alle Aktienfonds mit den Anlageschwerpunkten „Deutschland“, „Europa“ und „International“ sowie Rentenfonds mit dem Anlageschwerpunkt „Euro“ in die Untersuchung einbezogen. Für den Vergleich zur regionalen Diversifizierung (Abschnitt 5) wurden zudem Sparpläne auf Aktienfonds mit den Schwerpunkten „Nordamerika“, „Fernost ohne Japan“ und „Osteuropa“ ausgewertet.

Bei der BVI-Methode zur Berechnung der Durchschnittswerte eines Anlageschwerpunkts bleiben diejenigen Fonds unberücksichtigt, deren Anlageschwerpunkt sich im Zeitverlauf geändert hat. Im Unterschied zu diesem Vorgehen wurden bei der folgenden Analyse alle Fonds, die unter einem Anlageschwerpunkt ausgewiesen werden, berücksichtigt. Die Überlegung hinter diesem Vorgehen war, dass auf diese Weise die mit der Nicht-Berücksichtigung von bestimmten Fonds verbundenen Verzerrungen der Durchschnittswerte vermieden werden.

Zur Berechnung der Rendite, die einen Vergleich von Sparplänen unterschiedlicher Laufzeit möglich macht, wurde ein Interpolationsverfahren mit nachschüssiger Verzinsung genutzt. Um beispielhaft ab-

zubilden, welche Rentenhöhen sich aus dem bis zum Ende der Sparphase erzielten Fondsvermögen ergeben würden, wurde das sich jeweils ergebende Endkapital der Fondssparpläne mit Hilfe eines Online-Rechners eines großen Direktversicherers zu einheitlichen Bedingungen²⁴ in eine monatliche Sofortrente umgewandelt²⁵. Dabei wurde nur die sich ergebende garantierte monatliche Rente berücksichtigt. Die voraussichtliche Überschussbeteiligung wurde hingegen nicht berücksichtigt, da diese vom Anbieter nicht garantiert wird. Eine in früheren Auswertungen vorgenommene Unterscheidung der Rentenleistungen nach Geschlecht kann dabei entfallen, da aufgrund der europäischen Rechtsprechung²⁶ die Sofortrenten aktuell nur noch als Unisex-Tarif angeboten werden können²⁷.

4. Entwicklung von Fondssparplänen zwischen 2007 und 2013

4.1 Erreichtes Endkapital

Werden die Investmentsparpläne nach der Höhe des erzielten Endkapitals differenziert, so zeigt sich, dass die besten Ergebnisse über alle hier untersuchten Anlageschwerpunkte und Ausstiegszeitpunkte fast durchgehend dann erreicht wurden, wenn der Ausstieg im Jahr 2007 – also vor dem Ausbruch der Finanzkrise – erfolgte (s. Tabelle 1).

Bei einem zehnjährigen Sparzeitraum – d. h. Einzahlungen von insgesamt 12 000 EUR – und der Nutzung eines Aktienfondssparplans wurde das beste Ergebnis zum Ausstiegszeitpunkt 2007 mit dem Anlageschwerpunkt „Deutschland“ erzielt. Hier lagen sowohl das durchschnittlich erreichte Endkapital aller Fonds mit 18 310 EUR als auch das minimal und maximal erzielbare Endkapital mit 15 119 EUR bzw. 24 012 EUR am höchsten. Danach folgen die Anlageschwerpunkte

²⁰ Vgl. dazu ausführlicher: Ehler et al., a. a. O., hier S. 435.

²¹ Die Ergebnisse der Fondssparpläne zum aktuellen Datenstand können von der Website des BVI (www.bvi.de) kostenlos heruntergeladen werden. Weitere Daten sind kostenpflichtig. Am selben Ort vgl. auch: Die BVI-Methode zur Wertentwicklungsberechnung von Investmentfonds.

²² In den Kapiteln 5 und 6 wird der untersuchte Zeitraum auf die Jahre 1999 bis 2013 erweitert.

²³ Im Folgenden beziehen sich Angaben zu einer Jahreszahl immer auf den 30. September des genannten Jahres.

²⁴ Zum Einfluss unterschiedlicher Verrentungsbedingungen (Sterbetafel, Rechnungszins) im Zeitablauf auf die Alterssicherung der Vorsorgenden, vgl. Ausführungen im Abschnitt 2.

²⁵ Folgende Annahmen wurden getroffen: Alter 65 Jahre, sofortiger Versicherungsbeginn zum 1.12.2013, Rentenzahlung bis zum Tod, keine Rentengarantiezeit, keine Hinterbliebenenrente, keine Beitragsrückgewähr.

²⁶ EuGH, Urteil vom 1.3.2011.

²⁷ Zwar war für Abschlüsse vor dem 21.12.2012 noch der Abschluss von geschlechtsspezifischen Tarifen zulässig, da die Umrechnung der Kapitalerträge in Sofortrenten jedoch erst zu den Bedingungen vom Herbst 2013 erfolgte, war eine derartige Differenzierung nicht mehr möglich bzw. notwendig (siehe auch Abschnitt 2).

Tabelle 1: Endkapital von Investmentfondssparplänen nach Anlageschwerpunkt, Anlagezeitraum und Austrittszeitpunkt in EUR

Endkapital

Austritts-zeitpunkt	Aktienfonds									Rentenfonds		
	Europa			International			Deutschland			Euro		
	Minimum	Durchschnitt	Maximum	Minimum	Durchschnitt	Maximum	Minimum	Durchschnitt	Maximum	Minimum	Durchschnitt	Maximum
10 Jahre Anlagezeitraum												
2007	13 368	16 083	21 572	11 204	15 090	22 128	15 119	18 310	24 012	12 699	13 839	17 586
2008	7 700	10 344	13 062	7 690	10 102	16 707	9 771	12 380	14 103	12 026	13 454	14 432
2009	7 320	10 691	16 588	5 857	10 174	15 913	6 377	12 568	15 642	11 361	14 273	16 421
2010	8 526	11 900	16 891	8 358	11 955	16 605	11 921	14 183	17 634	11 942	14 441	16 346
2011	8 273	10 685	15 202	6 731	11 172	15 049	9 938	12 489	15 550	11 713	13 843	15 601
2012	9 620	12 906	19 291	6 777	13 220	17 592	11 246	15 397	20 005	12 113	14 318	16 060
2013	9 347	14 224	19 781	7 143	14 196	17 305	11 824	16 594	21 741	11 621	14 165	16 068
20 Jahre Anlagezeitraum												
2007	42 827	53 385	59 281	31 934	53 725	87 576	53 402	64 977	83 783	36 828	40 041	43 143
2008	27 729	33 378	37 842	21 189	35 765	66 973	32 087	41 813	63 360	32 603	38 145	41 965
2009	19 410	29 082	34 096	16 421	32 987	61 556	30 510	39 945	53 268	31 083	39 607	42 460
2010	22 682	29 878	35 062	22 677	36 813	58 861	32 659	40 756	53 335	31 671	39 381	43 152
2011	18 834	26 687	38 244	19 362	29 956	50 702	26 874	33 358	39 791	30 054	36 686	39 599
2012	23 020	30 173	43 331	22 169	33 168	49 955	25 206	39 046	46 457	31 647	37 305	42 062
2013	24 494	32 748	47 398	25 791	34 768	50 522	26 144	42 754	52 059	31 729	36 205	40 448
35 Jahre Anlagezeitraum												
2007	179 580	224 127	271 438	96 989	244 586	456 479	227 997	328 352	411 721	130 814	141 105	156 108
2008	116 302	142 579	169 271	64 633	161 344	322 246	151 229	212 329	254 931	120 344	131 549	142 813
2009	127 127	139 910	152 692	69 315	144 983	296 368	113 681	187 395	264 916	104 424	131 003	143 819
2010	121 060	135 612	150 164	91 007	160 005	280 173	116 694	188 166	265 106	104 850	129 433	145 844
2011	98 980	110 010	121 039	81 755	135 626	227 492	96 011	154 652	210 180	98 357	119 803	133 878
2012	110 738	124 706	138 674	95 008	151 499	249 281	110 251	182 626	245 639	102 348	120 988	139 911
2013	117 337	131 081	144 825	88 458	145 836	245 016	117 330	205 877	270 607	100 162	117 827	136 277

Quelle: BVI, eigene Berechnungen.

„Europa“ und „International“, bei denen das höchste durchschnittliche Endkapital ebenfalls im Jahr 2007 erreicht wurde. Der niedrigste Durchschnittswert bei zehnjährigen Aktionsfondssparplänen war im betrachteten Untersuchungszeitraum nur ein Jahr später (2008) bei Aktienfonds mit dem Anlageschwerpunkt „International“ mit 10 102 EUR, beim Anlageschwerpunkt „Europa“ mit 10 344 EUR und beim Anlageschwerpunkt „Deutschland“ mit 12 380 EUR zu verzeichnen.

Bei Sparplänen auf Rentenfonds mit dem Anlageschwerpunkt „Euro“ war die Schwankung des durchschnittlich erzielten Endkapitals deutlich geringer als bei den untersuchten Aktienfonds. Hier wurde der höchste Durchschnittswert im Ausstiegswert im Jahr 2010 mit 14 441 EUR realisiert. Der Maximalwert eines Rentenfonds ergab sich bei einem Fonds mit Ausstiegszeitpunkt im Jahr 2007 (17 586 EUR) und der Minimalwert über alle Ausstiegszeitpunkte im Jahr 2009 (11 361 EUR).

Über alle hier betrachteten Ausstiegszeitpunkte und Anlageschwerpunkte konnte das Endkapital eines zehnjährigen Investmentfondssparplans – in den einheitlich 12 000 EUR eingezahlt wurden – zwischen 5 857 EUR und 24 012 EUR schwanken. Das minimal erreichte Endkapital stellte so nur rd. 24,4% des maximal verzeichneten Wertes dar. Die Ausstiegszeitpunkte liegen dabei nur zwei Jahre auseinander.

Bei zwanzigjährigen Sparplänen auf Aktienfonds wurde der höchste Durchschnittswert ebenfalls für das Ausstiegswert 2007 von einem Fonds mit Anlageschwerpunkt „Deutschland“ erzielt (64 977 EUR). Die höchsten Durchschnittswerte von Fonds mit den Anlageschwerpunkten „International“ und „Europa“ wurden mit 53 725 EUR bzw. 53 385 EUR ebenfalls im Ausstiegswert 2007 ausgewiesen. Die niedrigsten Durchschnittswerte von zwanzigjährigen Sparplänen ergaben sich für das Ausstiegswert 2011 mit 26 687 EUR beim Anlageschwerpunkt „Europa“, mit 29 956 EUR beim Anlageschwerpunkt „International“ und mit 33 358 EUR beim Anlageschwerpunkt „Deutschland“.

Den Höchstwert über diesen Anlagezeitraum erzielte 2007 ein Aktienfonds des Anlageschwerpunkts „International“ mit 87 576 EUR, der „schlechteste“ Fonds – auch mit dem Anlageschwerpunkt „International“ – kam 2009 auf ein minimales Endkapital von nur 16 421 EUR. Damit stellt bei zwei Sparplänen, über die jeweils im Laufe von 20 Jahren 24 000 EUR eingezahlt wurden, das niedrigste Endkapital nur rd. 18,8% des Endkapitals vom Fondssparplan mit der besten Performance dar. Dabei haben beide Anleger Aktienfonds mit dem gleichen Anlageschwerpunkt gewählt und ihre Ein- und Ausstiegszeitpunkte liegen wiederum nur zwei Jahre auseinander.

Bei den untersuchten fünfunddreißigjährigen Sparplänen auf Aktienfonds ergaben sich folgende Ergebnisse: Die höchsten Durchschnittsergebnisse beim

Eigenkapital wurden abermals im Jahr 2007 erreicht. Sparpläne mit dem Anlageschwerpunkt „Deutschland“ erreichten dabei mit 328 352 EUR den mit großem Abstand besten Durchschnittswert, gefolgt von Sparplänen des Anlageschwerpunkts „International“ (244 586 EUR) und des Anlageschwerpunkts „Europa“ (224 127 EUR). Die niedrigsten Durchschnittswerte verzeichneten fünfunddreißigjährige Aktienfondssparpläne mit dem Ausstiegszeitpunkt 2011. Die Rangfolge der Anlageschwerpunkte blieb dabei jedoch unverändert. Die Spannweite der möglichen Ergebnisse war aber auch bei den fünfunddreißigjährigen Sparplänen wesentlich größer als die Durchschnittswerte einzelner Anlageschwerpunkte erkennen lassen. Über den gesamten Anlagezeitraum von 35 Jahren wurden 42 000 EUR investiert. Daraus ergab sich bei einer Anlage in den Aktienfonds mit der besten Performance im Anlageschwerpunkt „International“ und dem Ausstiegswert 2007 ein Endkapital von 456 479 EUR. Würde die gleiche Summe in den schlechtesten Aktienfonds – dieser hatte ebenfalls einen internationalen Anlageschwerpunkt – investiert und erfolgte der Ausstieg ein Jahr später, im Jahr 2008, brächte das nur ein Endkapital von 64 633 EUR. Das minimale Endkapital betrug dabei nur rd. 14,2% des maximal möglichen.

Die empirischen Ergebnisse für den hier untersuchten Zeitraum zeigen, dass die Ergebnisse beim Endkapital bei Rentenfonds erheblich weniger schwanken als bei Aktienfonds. Die Ergebnisse verdeutlichen auch, dass die Schwankungsbreite zwischen den besten und den schlechtesten Fonds mit der Sparplandauer zunimmt²⁸. Auffällig ist zudem, dass die besten erreichbaren Ergebnisse fast durchweg für das Jahr 2007 ausgewiesen werden, während die niedrigsten Ergebnisse – abhängig von der Sparplandauer – unterschiedliche Ausstiegszeitpunkte betreffen²⁹.

4.2 Höhe der Rendite

Der Ausweis der Rendite ermöglicht nicht nur den Vergleich des Anlageerfolgs über verschiedene Anlageschwerpunkte, sondern auch über verschiedene Anlagezeiträume. Dabei zeigt sich, dass zu fast jedem der hier untersuchten Ausstiegszeitpunkte bei allen Anlageschwerpunkten die durchschnittliche Rendite bei einem längeren Anlagezeitraum höher war als bei einem kürzeren (s. Tabelle 2). Auch zwischen den Anlageschwerpunkten ist eine klare Rangfolge erkennbar. Die Durchschnittsrendite von Aktienfondssparplänen des Anlageschwerpunkts „Deutschland“ lag bei gleichem Anlagezeitraum zu jedem Ausstiegszeitpunkt über der von Fonds mit dem Anlageschwerpunkt „International“ bzw. „Europa“. Aktienfonds-

²⁸ Dabei sollte auch beachtet werden, dass die Anzahl der Fonds, für die Ergebnisse vorliegen, mit zunehmender Sparplandauer abnimmt.

²⁹ Das ist darauf zurückzuführen, dass die Fondsanteile bei unterschiedlichen Ausstiegszeitpunkten auch – mindestens teilweise – zu unterschiedlichen Konditionen erworben wurden.

Tabelle 2: Rendite von Investmentfondssparplänen nach Anlageschwerpunkt, Anlagezeitraum und Austrittszeitpunkt in Prozent

Rendite												
Austritts-zeitpunkt	Aktienfonds									Rentenfonds		
	Europa			International			Deutschland			Euro		
	Minimum	Durchschnitt	Maximum	Minimum	Durchschnitt	Maximum	Minimum	Durchschnitt	Maximum	Minimum	Durchschnitt	Maximum
10 Jahre Anlagezeitraum												
2007	2,12	5,71	11,29	-1,37	4,48	11,77	4,52	8,19	13,30	1,12	2,81	7,42
2008	-9,11	-2,98	1,67	-9,14	-3,46	6,44	-4,14	0,62	3,17	0,04	2,25	3,62
2009	-10,19	-2,31	6,30	-15,13	-3,31	5,51	-13,22	0,91	5,18	-1,09	3,40	6,11
2010	-6,96	-0,17	6,65	-7,37	-0,08	6,32	-0,13	3,28	7,47	-0,10	3,63	6,02
2011	-7,59	-2,32	4,62	-12,02	-1,43	4,43	-3,79	0,79	5,06	-0,48	2,81	5,12
2012	-4,45	1,43	9,18	-11,87	1,91	7,43	-1,29	4,87	9,87	0,18	3,46	5,68
2013	-5,05	3,34	9,65	-10,73	3,30	7,11	-0,30	6,31	11,44	-0,64	3,26	5,69
20 Jahre Anlagezeitraum												
2007	5,45	7,39	8,30	2,76	7,45	11,59	7,39	9,08	11,22	4,08	4,84	5,51
2008	1,42	3,17	4,33	-1,26	3,81	9,34	2,80	5,23	8,87	2,95	4,40	5,26
2009	-2,17	1,87	3,37	-3,97	3,06	8,62	2,33	4,82	7,37	2,50	4,74	5,37
2010	-0,57	2,13	3,63	-0,57	4,07	8,24	2,97	5,00	7,38	2,68	4,69	5,51
2011	-2,49	1,04	4,42	-2,20	2,15	6,94	1,11	3,17	4,78	2,18	4,04	4,74
2012	-0,42	2,22	5,55	-0,80	3,11	6,81	0,48	4,61	6,17	2,67	4,20	5,28
2013	0,20	2,99	6,35	0,71	3,55	6,91	0,84	5,43	7,17	2,70	3,92	4,93
35 Jahre Anlagezeitraum												
2007	7,19	8,17	9,00	4,34	8,55	11,21	8,24	9,82	10,78	5,75	6,10	6,56
2008	5,21	6,15	6,92	2,33	6,71	9,74	6,41	7,93	8,73	5,36	5,78	6,15
2009	5,62	6,06	6,46	2,69	6,22	9,38	5,10	7,38	8,90	4,70	5,76	6,18
2010	5,39	5,92	6,38	4,04	6,67	9,14	5,22	7,40	8,90	4,71	5,70	6,25
2011	4,44	4,94	5,39	3,51	5,92	8,23	4,29	6,52	7,88	4,41	5,34	5,86
2012	4,97	5,53	6,02	4,25	6,42	8,63	4,95	7,27	8,57	4,60	5,39	6,06
2013	5,25	5,76	6,22	3,90	6,25	8,56	5,25	7,79	8,99	4,50	5,27	5,94

Quelle: BVI, eigene Berechnungen.

sparpläne mit dem Anlageschwerpunkt „International“ waren im Durchschnitt wiederum bei den zwanzig- und fünfunddreißigjährigen Anlagezeiträumen stets rentabler als jene mit dem Schwerpunkt „Europa“.

Dabei zeigen bereits die Durchschnittsrenditen der Aktienfondssparpläne eine erhebliche Schwankungsbreite, die jedoch mit der Dauer des Anlagezeitraums rückläufig ist. Allerdings ist die Anzahl der Investmentfonds mit längerer Laufzeit deutlich geringer als derjenigen mit zehnjähriger Laufzeit. Über alle Anlageschwerpunkte und Ausstiegszeitpunkte hinweg betrug die Schwankungsbreite der Durchschnittsrendite bei zehnjährigen Aktienfondssparplänen rd. 11,7 Prozentpunkte, bei zwanzigjährigen Aktienfondssparplänen 8,0 Prozentpunkte und bei fünfunddreißigjährigen Aktienfondssparplänen 4,9 Prozentpunkte.

Negative Durchschnittsrenditen traten nur bei zehnjährigen Aktienfondssparplänen mit den Anlageschwerpunkten „Europa“ und „International“ bei jeweils vier von sieben Ausstiegszeitpunkten auf. Bei zehnjährigen Aktienfondssparplänen des Anlageschwerpunkts „Deutschland“ lagen alle Durchschnittsrenditen im positiven Bereich.

Werden die Werte der einzelnen Sparpläne auf Aktienfonds in die Betrachtung mit einbezogen, so ergibt sich eine noch wesentlich größere Spannbreite bei den erzielten Renditen. Dabei zeigen wiederum die Sparpläne mit dem kürzesten Anlagezeitraum die höchsten Ausschläge, sowohl in positiver als auch in negativer Hinsicht: So konnte bei einem zehnjährigen Sparplan auf einen Aktienfonds (Anlageschwerpunkt „Deutschland“) mit Ausstieg im Jahr 2007 eine Rendite von 13,3 % erzielt werden. Bei einem gleichlang laufenden Sparplan mit einem Aktienfonds des Anlageschwerpunkts „International“ und Ausstieg im Jahr 2009 musste ein Anleger hingegen eine negative Rendite von 15,1 % in Kauf nehmen. Der Renditeunterschied zwischen diesen beiden Sparplänen betrug mithin 28,4 Prozentpunkte. Werden die maximalen Renditeunterschiede von Sparplänen mit gleichem Anlagezeitraum betrachtet, ist auffällig, dass diese bei längerer Laufzeit geringer ausfielen³⁰. Allerdings betrugen diese bei zwanzigjährigen Sparplänen immer noch 15,6 Prozentpunkte und bei fünfunddreißigjährigen Sparplänen 8,9 Prozentpunkte.

Die Ergebnisse für Sparpläne auf Aktienfonds gelten prinzipiell auch für Sparpläne auf Rentenfonds mit dem Anlageschwerpunkt „Euro“, allerdings zeigt sich hier eine erheblich geringere Spannbreite der Rendite als bei Aktienfonds. Auch bei den untersuchten Sparplänen auf Rentenfonds fiel zu jedem Ausstiegszeitpunkt die Durchschnittsrendite von fünfunddreißigjährigen Sparplänen höher aus als die von zwanzigjährigen und diese wiederum höher als die von zehnjährigen. Der maximale Renditeunterschied zwischen einzelnen Fonds wurde auch hier bei zehnjährigen Sparplänen mit 8,5 Prozentpunkten erreicht.

Der maximale Renditeunterschied bei zwanzigjährigen Sparplänen belief sich hingegen auf 3,3 Prozentpunkte und bei fünfunddreißigjährigen Sparplänen auf 2,2 Prozentpunkte.

4.3 Auswirkungen auf die Rente

Die tatsächlichen Auswirkungen einer unterschiedlichen Performance von Sparplänen mit Investmentfonds auf die individuelle Alterssicherung zeigt ein Blick auf die unterschiedlichen Höhen der zu erzielenden Monatsrenten³¹. An dieser Stelle lassen sich wiederum nur die Ergebnisse von Sparplänen mit gleicher Anlagedauer vergleichen, da nur bei ihnen auch die Summe der Einzahlungen identisch ist.

Die je Anlageschwerpunkt und Ausstiegszeitpunkt durchschnittlich zu erzielenden Rentenhöhen bei den zehnjährigen Investmentfondssparplänen schwankten zwischen 38,80 EUR (Austrittszeitpunkt 2008, Anlageschwerpunkt „International“) und 70,32 EUR (Austrittszeitpunkt 2007, Anlageschwerpunkt „Deutschland“). Werden die Ergebnisse aller Einzelfonds betrachtet, so reicht die Spannbreite von 22,49 EUR (Austrittszeitpunkt 2009, Anlageschwerpunkt „International“) bis 92,22 EUR (Austrittszeitpunkt 2007, Anlageschwerpunkt „Deutschland“). Beim Rentenfonds „Europa“ lagen die Durchschnittswerte zwischen 51,67 EUR (2008) und 55,46 EUR (2010). Allerdings erreichte auch hier der schlechteste Fonds mit einer Rente von 43,63 EUR kaum zwei Drittel der Rente, die sich aus der Performance des besten Fonds mit 67,54 EUR ergab (s. Tabelle 3).

Bei den zwanzigjährigen Sparplänen auf Aktienfonds schwankte die Durchschnittsrente zwischen 102,49 EUR (Austrittszeitpunkt 2011, Anlageschwerpunkt „Europa“) und 249,54 EUR (Austrittszeitpunkt 2007, Anlageschwerpunkt „Deutschland“). Zieht man die Einzelergebnisse der Fonds in die Betrachtung mit ein, reichte die Spannbreite von 63,06 EUR (Austrittszeitpunkt 2009, Anlageschwerpunkt „International“) bis zu 336,33 EUR Monatsrente (Austrittszeitpunkt 2007, Anlageschwerpunkt „International“). Bei den Rentenfonds „Euro“ ergab sich eine Durchschnittsrente zwischen 139,04 EUR (2013) und 153,77 EUR (2007). Bei den Einzelfonds reichte die Spannbreite von 115,42 EUR (2011) bis 165,69 EUR (2007) Monatsrente.

Die Monatsrenten, die aus dem Eigenkapital der fünfunddreißigjährigen Investmentfondssparpläne generiert werden konnten, waren erwartungsgemäß deutlich höher, allerdings war auch hier die Spannbreite nicht unbedeutend. Während die niedrigste durchschnitt-

³⁰ Hier dürfte sich allerdings auch die Tatsache bemerkbar machen, dass die Anzahl der Investmentfonds mit einer längeren Laufzeit von mehr als zehn Jahren erheblich geringer ist und nur die Fonds mit den besseren Ergebnissen überleben („Survivorship Bias“, vgl. dazu auch die Abschnitte 3 und 6).

³¹ Zur Vernachlässigung unterschiedlicher Verrentungsbedingungen vgl. Abschnitt 2.

Tabelle 3: Sofortrente von Investmentfondssparplänen nach Anlageschwerpunkt, Anlagezeitraum und Austrittszeitpunkt in EUR

Rente												
Austritts-zeitpunkt	Aktienfonds									Rentenfonds		
	Europa			International			Deutschland			Euro		
	Minimum	Durchschnitt	Maximum	Minimum*	Durchschnitt	Maximum	Minimum*	Durchschnitt	Maximum	Minimum	Durchschnitt	Maximum
10 Jahre Anlagezeitraum												
2007	51,34	61,77	82,85	43,03	57,95	84,98	58,06	70,32	92,22	48,77	53,15	67,54
2008	29,57	39,73	50,16	29,53	38,80	64,16	37,52	47,54	54,16	46,19	51,67	55,43
2009	28,11	41,06	63,71	22,49	39,07	61,11	24,49	48,27	60,07	43,63	54,81	63,06
2010	32,74	45,70	64,87	32,10	45,91	63,77	45,78	54,47	67,72	45,86	55,46	62,78
2011	31,77	41,04	58,38	25,85	42,91	57,79	38,17	47,96	59,72	44,98	53,16	59,91
2012	36,95	49,56	74,09	26,03	50,77	67,56	43,19	59,13	76,83	46,52	54,99	61,68
2013	35,90	54,63	75,97	27,43	54,52	66,46	45,41	63,73	83,49	44,63	54,40	61,71
20 Jahre Anlagezeitraum												
2007	164,47	205,02	227,67	122,64	206,33	336,33	205,09	249,54	321,76	141,44	153,77	165,69
2008	106,49	128,19	145,33	81,38	137,35	257,21	123,23	160,58	243,33	125,21	146,49	161,16
2009	74,54	111,69	130,94	63,06	126,68	236,40	117,17	153,41	204,57	119,37	152,11	163,07
2010	87,11	114,74	134,65	87,09	141,38	226,05	125,42	156,52	204,83	121,63	151,24	165,72
2011	72,33	102,49	146,87	74,36	115,04	194,72	103,21	128,11	152,81	115,42	140,89	152,08
2012	88,41	115,88	166,41	85,14	127,38	191,85	96,80	149,95	178,42	121,54	143,27	161,54
2013	94,07	125,77	182,03	99,05	133,52	194,03	100,40	164,19	199,93	121,85	139,04	155,34
35 Jahre Anlagezeitraum												
2007	689,67	860,75	1 042,44	372,48	939,32	1 753,08	875,61	1 261,02	1 581,19	502,38	541,91	599,52
2008	446,65	547,57	650,07	248,22	619,63	1 237,57	580,79	815,44	979,05	462,17	505,21	548,46
2009	488,22	537,32	586,40	266,20	556,80	1 138,18	436,58	719,68	1 017,39	401,03	503,11	552,33
2010	464,92	520,81	576,70	349,51	614,49	1 075,99	448,16	722,64	1 018,12	402,67	497,08	560,10
2011	380,13	422,49	464,84	313,98	520,86	873,67	368,72	593,93	807,18	377,73	460,10	514,15
2012	425,28	478,93	532,57	364,87	581,82	957,35	423,41	701,36	943,36	393,06	464,65	537,32
2013	450,63	503,41	556,19	339,72	560,07	940,97	450,60	790,66	1 039,25	384,67	452,51	523,36

* Endkapitalbeträge, die zu einer monatlichen Sofortrente von unter 25 Euro führen, werden vom verwendeten Online-Rechner nicht akzeptiert. Zur Berechnung wurde daher der Endkapitalbetrag mit dem Faktor 10 vervielfältigt und die sich ergebende Sofortrente auf ein Zehntel gekürzt.

Quelle: BVI, eigene Berechnungen.

liche Monatsrente im schlechtesten Fall 422,49 EUR betrug (Austrittszeitpunkt 2011, Anlageschwerpunkt „Europa“)³², erreichte sie im besten Fall den Betrag von 1 261,02 EUR (2007, „Deutschland“). Der niedrigste Einzelwert lag bei nur 248,22 EUR (2008, „International“) und damit mehr als 1 500 EUR vom Bestwert mit 1 753,08 EUR entfernt (2007, „International“). Bei diesem Vergleich sollte wiederum beachtet werden, dass jeweils die gleiche Summe an Eigenbeiträgen über 35 Jahre eingezahlt wurde. Die Spannweite bei den Durchschnittsrenten, die aus der Anlage in Rentenfonds „Euro“ resultierten, war wiederum wesentlich geringer als bei den untersuchten Aktienfonds und wurde durch den Minimalwert von 460,10 EUR (2011) und den Maximalwert von 541,91 EUR (2007) markiert. Betrachtet man die Werte der Einzelfonds, reichte die Spannweite von 377,73 EUR (2011) bis zu 599,52 EUR (2007).

5. Regionale Diversifizierung – Ausweg aus dem demographischen Wandel?

Vor dem Hintergrund des demographischen Wandels wird von Befürwortern einer verstärkten kapitalgedeckten Altersvorsorge argumentiert, dass kapitalgedeckte Alterssicherungssysteme weniger stark von der zu erwartenden Verschlechterung der Relation zwischen Beitragszahlern und Rentnern betroffen seien als umlagefinanzierte Systeme. Zwar könnte grundsätzlich die abnehmende Zahl an Erwerbstätigen in Zukunft zu einem Sinken der Rendite der kapitalgedeckten Altersvorsorge führen („asset melt down“), aber dies könne abgefedert werden, indem in Regionen mit einer günstigeren Geburtenentwicklung investiert werde³³.

Im Folgenden wird dargelegt, dass zumindest in einigen der betrachteten Jahre durch die Anlage in verschiedenen Regionen je nach Ausstiegszeitpunkt tatsächlich sehr unterschiedliche Renditen erzielt werden konnten. Abb.1 stellt die Rendite von Aktienfonds zu unterschiedlichen Ausstiegszeitpunkten in verschiedenen Regionen dar. In der Analyse werden die Regionen unterteilt in „Deutschland“, „Europa“, „International“, „Nordamerika“, „Fernost ohne Japan“ und „Osteuropa“. Aktienfonds aus anderen Regionen werden in den Kategorien „Sonstige“ und „Emerging markets“ zusammengefasst. Diese Kategorien wurden nicht in die Analyse mit einbezogen, da sie sich keiner geographischen Region zuordnen lassen. Bei der folgenden Betrachtung ist zudem zu berücksichtigen, dass die Entwicklungen der Aktienfonds ein Stück weit korrelieren, denn ein Aktienfonds der Kategorie „International“ enthält z. B. auch Aktien aus Nordamerika oder aus Europa und ein Aktienfonds „Europa“ enthält auch Aktien aus Deutschland. Insofern überrascht es nicht, dass diese Aktienfonds im Durchschnitt trotz zum Teil deutlicher Niveauabstände in etwa parallel verlaufen. Die Kategorie „Euro-Länder“ wurde nicht in die Analyse aufgenommen, da sich diese Kategorie sehr stark mit der Kategorie „Europa“ überschneidet.

Abb.1 macht die unterschiedliche Entwicklung der Rendite der Aktienfonds verschiedener Regionen deutlich, vor allem im Zeitraum von 1999 bis etwa 2009. Auffällig ist, dass – je nach Ausstiegszeitpunkt – Fonds unterschiedlicher regionaler Anlageschwerpunkte die höchste durchschnittliche Rendite erzielten. So war die durchschnittliche Rendite von Sparplänen auf Aktienfonds mit dem Anlageschwerpunkt „Nordamerika“ im Zeitraum 2000 bis 2004 stets höher als die der Aktienfondssparpläne mit anderen regionalen Anlageschwerpunkten. Bei einem Ausstiegszeitpunkt in den darauffolgenden fünf Jahren realisierten Aktienfonds mit dem Anlageschwerpunkt „Nordamerika“ dagegen im Durchschnitt nur noch die niedrigste – teilweise sogar negative – Rendite von allen betrachteten Sparplänen mit regionalen Anlageschwerpunkten. Eine vergleichbare, spiegelbildliche Entwicklung zeigt sich bei den Aktienfonds mit dem Anlageschwerpunkt „Fernost ohne Japan“, für die im Durchschnitt für einen Ausstieg in den Jahren 2001 bis 2004 nur negative Renditen ausgewiesen wurden. Bei einem Ausstieg in den folgenden Jahren zählten Fonds des gleichen Anlageschwerpunkts dagegen durchschnittlich stets zu den renditestärksten.

Eine Ausweitung oder Umschichtung des Portfolios auf andere Regionen birgt daher Chancen, aber auch Risiken. Insofern kann das Argument, man solle in Regionen mit günstigerer demographischer Entwicklung investieren, nicht überzeugen, zumal nur wenige entwickelte Länder in den nächsten Jahrzehnten ein positives Bevölkerungswachstum aufweisen (z. B. USA). In allen Regionen nimmt zudem das Verhältnis von Personen im Rentenalter (65+) zu den Erwerbspersonen (20–64) zu³⁴. Daher ist es fraglich, ob eine Kapitalanlage in anderen Regionen tatsächlich eine Alternative darstellt, um die Auswirkungen des demographischen Wandels auf die kapitalgedeckte Alterssicherung in einem größeren Maße abzufedern.

6. Survivorship Bias – Rendite von verbleibenden und ausgeschiedenen Fonds

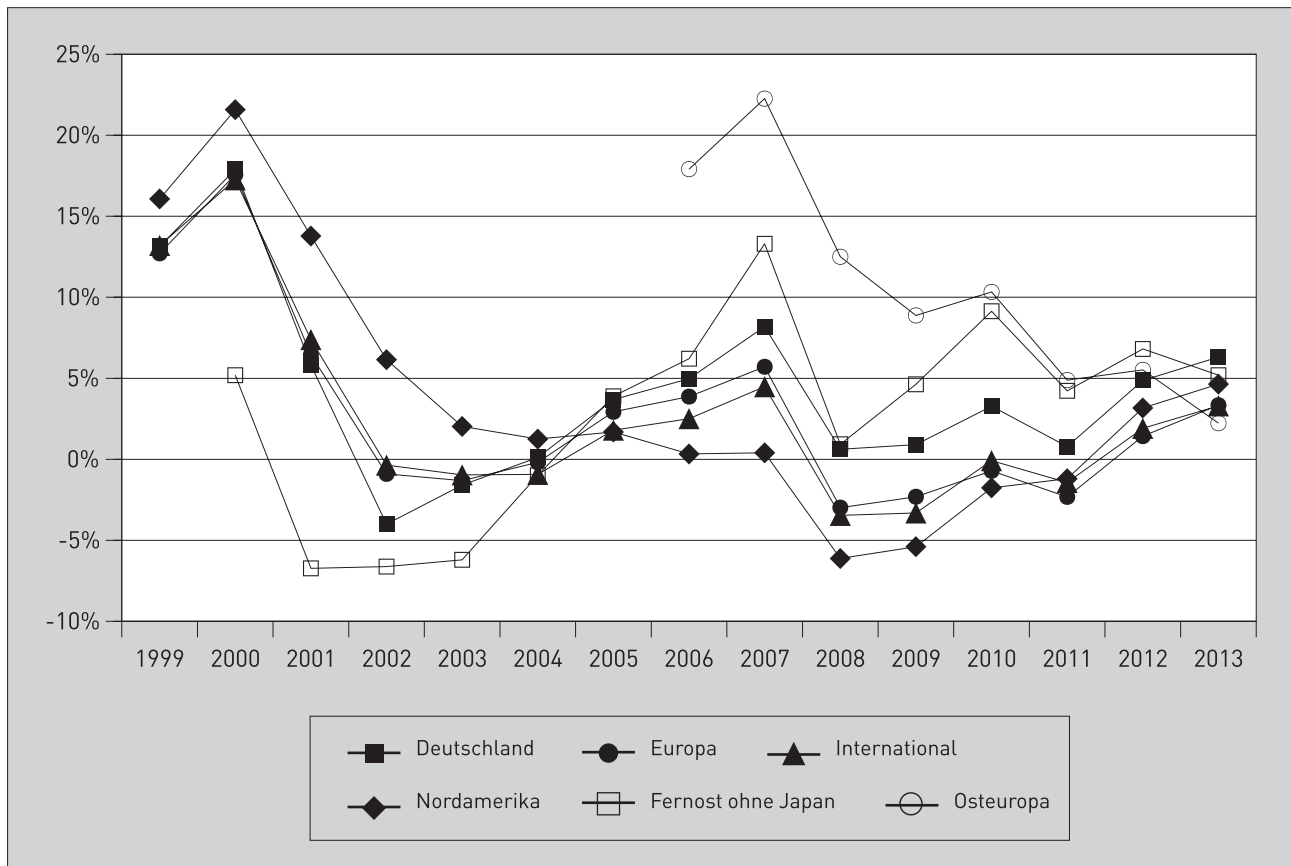
Um eine höhere Rendite zu erzielen als mit Sparbüchern, einem Festgeldkonto oder anderen risiko-

³² Im Folgenden werden immer zunächst der Austrittszeitpunkt und dann der Anlageschwerpunkt genannt.

³³ Vgl. zur Diskussion zu den Vor- und Nachteilen kapitalgedeckter bzw. umlagefinanzierter Alterssicherungssysteme Krupp: Ist das Kapitaldeckungsverfahren in der Alterssicherung dem Umlageverfahren überlegen?, WSI Mitteilungen, 5/1997, S. 289–298; Siebert: Pay-as-you-go versus capital funded pension systems: the issues, Kiel Working Papers, No. 816, 1997; Sinn: Why a Funded Pension System is Useful and Why It is Not Useful, International Tax and Public Finance, 7, 2000, S. 389–410; Fasshauer: Grundfragen der Finanzierung der Alterssicherung: Umlageverfahren vs. Kapitaldeckungsverfahren, DRV 10–11/2001, S. 631–645; GDV: Altersvorsorge und demographischer Wandel: Kein Vorteil für das Kapitaldeckungsverfahren?, Volkswirtschaft – Themen & Analysen Nr.1, 2003.

³⁴ UN: World Population 2012, 2012.

Abb. 1: Durchschnittliche Rendite von Aktienfondssparplänen (10 Jahre Anlagezeitraum; nach Anlage-schwerpunkt und Austrittszeitpunkt)



Quelle: BVI, eigene Berechnungen.

armen Anlagen, wird u. a. von der Zeitschrift „Finanztest“ der Stiftung Warentest empfohlen, in Aktienfonds zu investieren. Eine Rendite von 6% sei bei einer langen Laufzeit durchaus möglich³⁵. Grundsätzlich ist eine solche Rendite bei Aktienfonds zwar möglich, das zeigen auch die Auswertungen in diesem Beitrag. Allerdings ist zu beachten, dass in den letzten Jahrzehnten nur ein kleiner Teil der Aktienfonds eine solch hohe Rendite erreichte und auch nur dann, wenn die Anleger zum „richtigen“ Zeitpunkt kauften und wieder verkauften. Die Auswertungen zeigen zugleich, dass viele Aktienfonds in der Vergangenheit eine wesentlich niedrigere Rendite erwirtschaftet haben.

³⁵ Handelsblatt.de vom 9. 9. 2011.

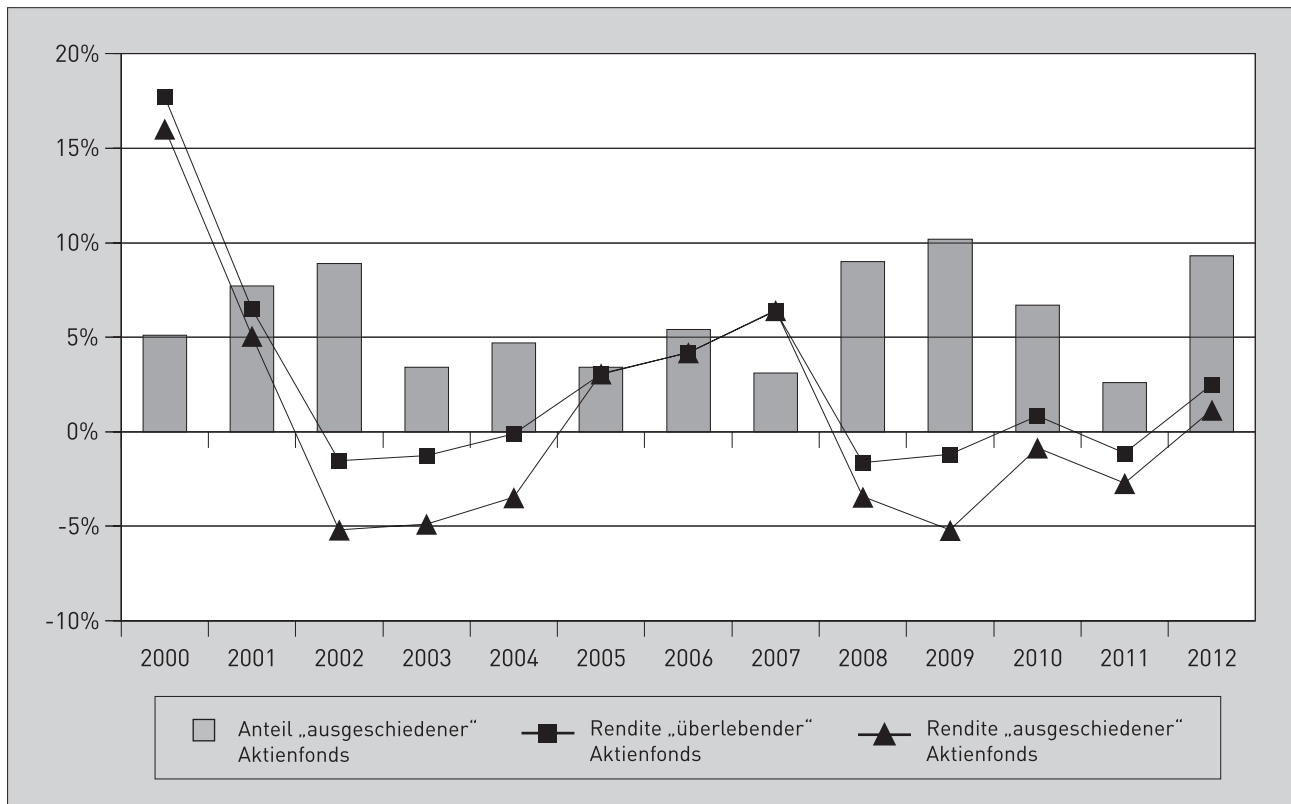
³⁶ Vgl. beispielsweise Zimmermann: Editorial: „Survivorship Bias“ – die verzerrte Wahrnehmung von Chancen und Risiken, Finanzmarkt und Portfolio Management, 14. Jahrgang 2000, Nr. 1, 2000 oder Rohleder, Scholz und Wilkens: Survivorship Bias and Mutual Fund Performance: Relevance, Significance, and Methodical Difference, Review of Finance, 15(2), 2011, S. 441–474.

³⁷ Eine Auswertung von Aktienfonds längerer Laufzeit ist aufgrund der geringen Fallzahlen nicht sinnvoll. Geprüft wurde auch, ob bei Rentenfonds mit zehnjähriger Laufzeit (Anlageschwerpunkt Euro) die Rendite ausgeschiedener Fonds im Durchschnitt geringer ist als bei überlebenden Fonds. Das konnte aber nicht bestätigt werden.

Das Bild wird weiter getrübt, wenn der „Survivorship Bias“ in die Betrachtung mit einbezogen wird. Der Survivorship Bias besagt, dass in die Kalkulation der durchschnittlichen Rendite von Aktienfonds über einen längeren Zeitraum nur die Ergebnisse von Aktienfonds einfließen, die diesen Zeitraum „überlebt“ haben. Insoweit bleiben die Fonds unberücksichtigt, die von den Fondsgesellschaften geschlossen wurden, z. B. weil sie zu wenig Rendite erwirtschaftet haben. Mithin wird die durchschnittliche Performance der Aktienfonds insgesamt besser ausgewiesen, als es tatsächlich gerechtfertigt wäre³⁶.

Um dem Survivorship Bias Rechnung zu tragen, wurden für Abb. 2 (s. S. 74) die Fonds folgendermaßen aufgeteilt: Zunächst wurden die Fonds mit einer zehnjährigen Laufzeit der Kategorien „Deutschland“, „Europa“ und „International“ zusammengefasst³⁷. Dann wurde geprüft, welche Fonds z. B. des Jahres 2004 auch noch in einem der darauffolgenden Jahre (bis einschließlich 2013) in der Statistik erscheinen. Die Fonds des Jahres 2004, die in einem der folgenden Jahre ebenfalls aufgeführt werden, wurden der Gruppe der „überlebenden Fonds“ des Jahres 2004 zugeordnet. Die Fonds, die zwar im Jahr 2004 gelistet sind, aber in keinem der darauffolgenden Jahre mehr geführt werden, wurden der Gruppe der „ausgeschie-

Abb. 2: Vergleich durchschnittlicher Renditen „überlebender“ und „ausgeschiedener“ Aktienfondssparpläne (über 10 Jahre der Kategorien Deutschland, Europa und International)



Quelle: BVI, eigene Berechnungen.

denen Fonds“ des Jahres 2004 zugeordnet. Das Ausscheiden im nächsten Jahr kann durch Schließung erfolgen oder durch Fusion mit einem anderen Fonds. Eine Änderung der Anlagestrategie hinsichtlich des regionalen Schwerpunkts innerhalb der drei gewählten Kategorien, z. B. von Deutschland auf Europa, gilt nicht als Ausscheiden. Für jedes Jahr zwischen 2000 und 2012 werden die Fonds aufgeteilt in „überlebende Fonds“ und „ausgeschiedene Fonds“, indem geprüft wird, ob der jeweilige Fonds noch in den folgenden Jahren geführt wird³⁸. Dann lässt sich für jedes Jahr die durchschnittliche Rendite der Gruppe der „überlebenden Fonds“ und der „ausgeschiedenen Fonds“ berechnen.

Aus Abb. 2 wird deutlich, dass in schwierigen Börsenzeiten, in denen die Fonds im Durchschnitt eine negative Rendite aufwiesen, zumeist mehr Fonds ausgeschieden sind als in Zeiten mit durchschnittlich positiven Wertzuwachsen. Die Abbildung zeigt außerdem, dass die ausgeschiedenen Fonds eine schlechtere durchschnittliche Rendite aufweisen als die überlebenden Fonds. Im Durchschnitt aller Jahre von 2000 bis 2012 betrug die Differenz zwischen der Rendite der überlebenden und der ausgeschiedenen Fonds rd. 1,85 Prozentpunkte. Die Angaben in der Literatur über die Höhe des Survivorship Bias reichen von 0,5 bis 2,71 Prozentpunkte pro Jahr, je nach betrachtetem Zeitraum, Datengrundlage und Schätzmethode³⁹.

In diese Berechnungen flossen nur die Fonds ein, die bereits mindestens eine zehnjährige Laufzeit aufweisen konnten. Würden Investmentfonds mit kürzerer Laufzeit in die Analyse mit einbezogen, dürfte die Anzahl an Investmentfonds, die aufgelöst wurden, größer sein. Denn vor allem kleine und junge Fonds wurden vergleichsweise häufiger liquidiert. Im Zuge der Finanzkrise wurden im Jahr 2009 fast 600 Fonds geschlossen⁴⁰. Innerhalb des Zeitraums vom 1.11.2012 bis 31.12.2013 schlossen gemäß der Statistik des BVI etwa 330 Fonds.

Die Schließung von Fonds ist nicht nur wegen der verzerrten Darstellung der durchschnittlichen Rendite von Investmentfonds aufgrund des Survivorship Bias

³⁸ Das Jahr 2013 kann noch nicht in die Analyse einbezogen werden, da von den im Jahr 2013 aufgeführten Aktienfonds nicht bekannt ist, ob sie im Jahr 2014 weiterhin existieren. Eine Einteilung in „überlebende“ oder „ausgeschiedene“ Fonds ist somit nicht möglich.

³⁹ Vgl. Carhart et al.: Mutual Fund Survivorship, The Review of Financial Studies, Winter 2002, Vol. 15, No. 5, 2002, S. 1439–1463. Grinblatt und Titman: Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings, The Journal of Business, Vol. 62, No. 3, 1989, S. 393–416, Deaves: Data-conditioning biases, performance, persistence and flows: The case of Canadian equity funds, Journal of Banking & Finance 28 (2004), S. 673–694, Elton, Gruber, Blake: Survivorship bias and mutual fund performance, Review of Financial Studies 9, 1996, S. 1097–1120.

⁴⁰ Finanztest: Anleger auf dem Abstellgleis, Finanztest 2/2011.

von Bedeutung. Schließungen oder Fusionen von Investmentfonds sind für Anleger mit Kosten und Aufwand verbunden. Da eine Schließung wie ein Verkauf betrachtet wird, wird für Fondsanteile, die ab 2009 erworben wurden, Abgeltungssteuer fällig. Zudem fällt bei einer Neuanlage der Anteile in der Regel nochmals ein Ausgabeaufschlag an. Aber auch bei einer Fusion müssen Anleger sich damit auseinandersetzen, ob der fusionierte Fonds eine andere Anlagestrategie verfolgt und damit noch in ihr Portfolio passt.

7. Fazit

Sparpläne auf Investmentfonds stellen, sofern das Endkapital verrentet wird, eine Form der privaten Altersvorsorge dar. Die Finanzkrise der Jahre 2007/2008 hat bei dieser Form der privaten Altersvorsorge beträchtliche Spuren hinterlassen.

Wie die vorliegende Analyse zeigt, wiesen die Ergebnisse der Sparpläne mit Investmentfonds bei einem Ausstieg im Zeitraum zwischen 2007 bis 2013 erhebliche Unterschiede aus. Nach den Höchstwerten bei einem Ausstieg im Jahr 2007 konnte in den folgenden Jahren – unabhängig von Anlageschwerpunkt und Anlagezeitraum – im Durchschnitt nur ein deutlich geringeres Eigenkapital erreicht werden. Dabei ist der minimale Durchschnittswert – abhängig vom Anlagezeitraum – für jeweils unterschiedliche Ausstiegsjahre zu beobachten. Bei keinem der hier untersuchten Sparpläne auf Aktienfonds konnte – gemessen an den Durchschnittswerten – bei einem Ausstieg bis zum Jahr 2013 ein Endkapital wie im Jahr 2007 realisiert werden.

Gemessen an der Rendite schwanken die Durchschnittswerte langfristiger Sparpläne mit Investmentfonds deutlich weniger als bei kurzfristigen. Die erzielten Ergebnisse weichen auch zwischen den Fonds desselben Ausstiegszeitpunkts und Anlageschwerpunkts beträchtlich voneinander ab. Die Schwankungsbreite der Rendite war bei kurzfristigen Sparplänen größer als bei längerfristigen. Dabei darf bei

den ausgewiesenen Renditen langfristiger Sparpläne auf Aktienfonds die Wirkung des „Survivorship Bias“ nicht verkannt werden: Wie die vorliegende Auswertung zeigt, erreichten ausgeschiedene Aktienfonds im Durchschnitt eine geringere Rendite als die verbliebenen Aktienfonds. Die ausgeschiedenen Aktienfonds fließen nicht in die Berechnung der durchschnittlich erzielten Rendite der Sparpläne mit ein. Die durchschnittliche Rendite wird vielmehr auf Grundlage der verbliebenen Fonds berechnet. Der Ausweis der durchschnittlichen Rendite von langfristigen Sparplänen auf Investmentfonds kann daher überzeichnet sein.

Eine regionale Diversifizierung bei Investmentfonds kann dazu beitragen, das Risiko breiter zu streuen. Zumindest in den Jahren von 1999 bis 2010 waren die durchschnittlichen Renditen der untersuchten Investmentsparpläne, die in verschiedenen Regionen erzielt werden konnten, zum Teil sehr unterschiedlich. In den letzten Jahren dagegen lagen die Renditen vergleichsweise nahe beieinander.

Insgesamt verdeutlichen die Ergebnisse ein nicht unerhebliches Risiko bei der Auswahl des geeigneten Investmentfonds. Je nach Anlagezeitraum, Ein- und Ausstiegszeitpunkt sowie Anlageschwerpunkt stellten sich jeweils andere Fonds als besonders „günstig“ oder „ungünstig“ dar. Zwar ließe sich argumentieren, dass eine gewisse Risikoreduktion dadurch erreicht werden kann, dass nicht nur die Einzahlungen, sondern auch die Auszahlungen aus einem Fondssparplan über einen längeren Zeitraum verteilt werden (Auszahlungsplan). Dadurch könne das Risiko der Wahl eines ungünstigen Ausstiegszeitpunkts verringert werden⁴¹. Allerdings kann in diesem Fall zum einen nicht garantiert werden, dass die Auszahlungen über die gesamte Auszahlungsphase stets in gleichbleibender oder steigender Höhe erfolgen. Zum anderen sichert ein Auszahlungsplan – im Hinblick auf eine lebenslange Altersversorgung – allein nicht das Risiko der Langlebigkeit ab. Nicht zuletzt deshalb wäre grundsätzlich die Frage zu stellen, ob es sich bei der Nutzung von Fondssparplänen tatsächlich um Altersvorsorge im engeren Sinne handelt⁴². In jedem Fall sollten sich Anleger der Risiken, die mit Sparplänen auf Investmentfonds einhergehen, bewusst sein.

⁴¹ Vgl. Börsch-Supan et al., a. a. O., hier S. 13.

⁴² Vgl. Ehler et al., a. a. O., S. 2.