

Das Kostenproblem in der Vermögensanlage

Plädoyer für einen passiven Managementstil

Holger Benke, Hannover

Angesichts der immer weniger berechenbaren Kursentwicklungen an den Geld- und Kapitalmärkten und katastrophaler Fehlprognosen gerade in den vergangenen zwei bis drei Jahren stellen sich immer mehr Marktteilnehmer die Frage, ob der hohe Kostenaufwand in der Vermögensanlage (z. B. für das Primärresearch der Banken und Kapitalanlagegesellschaften) eigentlich gerechtfertigt ist. Mehr noch: In den Handelsabteilungen der Banken geht in Anbetracht hoher Verluste im Jahr 1994 wieder einmal das Schreckgespenst der Arbeitslosigkeit um, und viele kleine und mittlere Anleger haben das Angebot einer „lean production“ in Gestalt von Discount-Banken dankbar angenommen.

Wie steht es um das Verhältnis von Kosten und Nutzen in der Vermögensanlage, im Wertpapierhandel und bei derivativen Produkten? Und wie kostenbewußt sind institutionelle Anleger, zum Beispiel bei der Anlage in Spezialfonds? Ist es wirklich immer sinnvoll, Dienstleistungen im Bereich der Vermögensanlage einzukaufen oder können eigene Ressourcen vielleicht wesentlich billiger produzieren?

Der Index als Meßlatte

Wenn wir von der Annahme ausgehen, ein Anleger hätte sich im Rahmen seiner strategischen Asset Allocation für Anlagen in einem bestimmten Marktsegment (zum Beispiel deutsche Aktien) entschieden und ein Performanceindex (als Benchmark) würde diesen Markt korrekt abbilden, so stellt die Performance des Indexes das Anlageergebnis des „durchschnittlichen Anlegers“ in diesem Marktsegment dar. Ziel des aktiven Portfoliomanagements ist es im allgemeinen, dessen Performance zu übertreffen – hieraus leitet sich die Rechtfertigung für den zu betreibenden Research- und sonstigen Aufwand ab.

Betrachtet man dieses Ziel zunächst aus volkswirtschaftlicher Perspektive, so läßt sich der betriebene Aufwand damit rechtfertigen,

daß durch ihn die Entstehung effizienter Kapitalmärkte gefördert und so die Gesamtperformance gesteigert wird – ein Effekt, der allerdings nur schwer zu beziffern ist; denn irgendeine Performance des „durchschnittlichen Anlegers“ würde sich natürlich auch ohne jeglichen Researchaufwand einstellen, wenn alle nur aus dem Gefühl heraus entscheiden würden. Jedenfalls steht fest, daß nicht alle Anleger den Index schlagen können. Gelingt es einigen zeitweise aufgrund ihrer Erkenntnisse aus dem Research (oder einfach per Zufall), die Performance der Benchmark zu übertreffen, so muß es definitionsgemäß andere geben, die dieses Ziel nicht erreichen.

Aus individueller Sicht wäre zu prüfen, wie es um die Chance bestellt ist, dennoch langfristig auf der Gewinnerseite zu stehen. Das Problem besteht darin, daß der Index weder Informations- noch Transaktionskosten kennt. Wer es also in der Praxis schafft, die Performance des Indexes nur zu erreichen, hat „den Markt“ bereits geschlagen (Abbildung). Anders ausgedrückt: Der statistische Erwartungswert der „Outperformance“ ist unter Einschluß der Kosten eindeutig negativ. Um so erstaunlicher ist es, daß beispielsweise Lebensversicherungen oder Pensionskassen, die es gewohnt sind, streng rational auf der Basis von Erwartungswerten großer statistischer Grundgesamtheiten zu kalkulieren, bei der Vermögensanlage einen Sprung ins Irrationale wagen, wenn sie Banken und Kapitalanlagegesellschaften Teile

ihres Vermögens anvertrauen und auf lange Sicht eine Performance oberhalb der Marktpformance erwarten. Was ist der Aktienmarkt mit seiner Vielzahl professioneller Marktteilnehmer anderes als eine große statistische Grundgesamtheit, die den hinreichend bekannten Gesetzmäßigkeiten unterliegt?

Man mag über die Erfolgsaussichten eines aktiven Managementstils denken, wie man will – das Thema Kostenminimierung steht in jedem Fall auf der Tagesordnung.

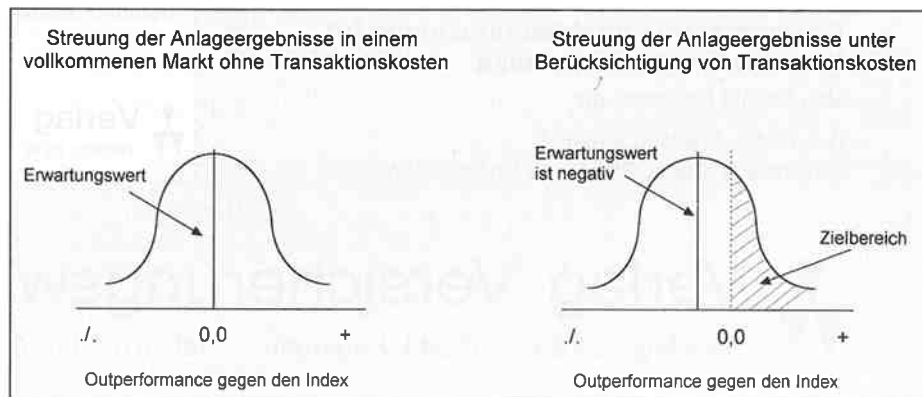
Kosten eines Spezialfonds

Man sollte meinen, es sei eine Selbstverständlichkeit für Performancemeßgesellschaften, im Interesse des Anlegers auch die Kostenseite von Spezialfonds zu durchleuchten. Doch weit gefehlt: Bei der gewerbemäßigen Performancemessung wird die Kostenseite wie eine heiße Kartoffel behandelt. Wen wundert es, wenn Performancemeßgesellschaften als Joint-ventures von Banken oder zumindest der Bankenseite nahestehende Unternehmen dieses Thema vernachlässigen?

Die ersten Aufwendungen für einen Spezialfonds fallen bereits vor seiner Auflegung an. Der Anleger steht vor der Aufgabe, aus einer Vielzahl von Dienstleistern in der Investmentbranche einen geeigneten Partner für seinen Managementauftrag zu identifizieren. Wer die Kosten nicht scheut und vielleicht auch die eigene Verantwortung mit einem Dritten zu teilen versucht, kann dazu auch einen Berater einsetzen.

Bei der Akquisition stellen Kapitalanlagegesellschaften die jährliche Management fee als Kostenfaktor in den Vordergrund. Schaut man jedoch genauer hin, so wird man feststellen, daß die Transaktionskosten oft ein Vielfaches davon ausmachen. Zu einem effi-

Abbildung



zienten Fondscontrolling gehört deshalb in jedem Fall eine Kennziffer wie „Jahresumsatz/Fondsvolumen“ und eine Vorstellung des Anlegers über seine individuelle „Schmerzgrenze“ (ein-, zwei- oder gar dreimaliger Umschlag des Fondsvermögens pro Jahr?). Auf sonstige Komponenten wie Depotgebühren (nach Abrechnung in- und ausländischer Depotbanken oder pauschaliert?) sollte der Investor sorgfältig achten. Auch die Verzinsung der Liquiditätsreserven im Fonds kann – sofern nicht marktgerecht – Opportunitätskosten verursachen.

Abzudecken sind ferner die Kosten für den Wirtschaftsprüfer, Veröffentlichungen im Bundesanzeiger und für die ein- oder zweimal jährlich stattfindenden Anlageausschusssitzungen. Letztere fallen natürlich nicht nur bei der Kapitalanlagegesellschaft, sondern auch beim Anleger selbst an (Arbeitszeit, Reisekosten etc.). Am Ende der Kette stehen die Kosten der Performanceanalyse bzw. des Fondscontrollings. Auf eine kurze Formel gebracht: Performanceanalyse kostet Performance! Schließlich haben Kapitalanlagegesellschaften über die eigenen Kosten hinaus natürlich auch einen Gewinnanspruch, der ebenfalls vom Anleger zu tragen ist.

Indexfonds im Rahmen einer definierten strategischen Asset Allocation

Zurück zu den eingangs angestellten Überlegungen: Wer es auf lange Sicht schafft, die Performance des Indexes (annähernd) einzustellen, wird bei längerfristigen Vergleichen mit aktiv gemanagten Fonds hervorragend abschneiden. Die Lösung besteht folglich darin, die Struktur des Indexes nachzubilden und die Kosten zu minimieren. Dies setzt allerdings voraus, daß der Anleger konkrete Vorstellungen über seine strategische Asset Allocation entwickelt. Hieraus kann er klar definierte Managementaufträge für einzelne Marktsegmente (Renten, Aktien, Immobilien; in- und ausländische Anlagen) ableiten. Es wäre sicher sinnvoller, einen Teil der Kosten hierfür aufzuwenden, die Begriffe Research und Researchaufwand also neu zu definieren, als eine Schar aktiver Manager ins Rennen zu schicken, die jeweils für sich irgendeine Asset Allocation realisieren, die in der Summe für das Gesamtportfolio des Anlegers zu einem Zufallsergebnis führt.

Der gelegentlich vorgetragene Einwand, man würde mit Indexfonds an Flexibilität verlieren und dazu verdammt sein, auch eine Baisse des jeweiligen Marktes voll auszukosten, sticht nicht. Wer glaubt, im Rahmen eines aktiven Managements an einer Baisse

vorbeizukommen, behauptet letztlich doch wieder, er könne den Markt auf lange Sicht schlagen, was aller statistischen Logik widerspricht. Und wer die Vergangenheit und die getroffenen eigenen Entscheidungen offen und ehrlich Revue passieren läßt (Rentencrash 1994, Währungskrise und Einbruch des Aktienmarktes Anfang 1995), wird zugeben müssen, daß auch aktive Manager diesen Entwicklungen nicht entgehen konnten.

Indexfonds sind eine Aufgabe für Mathematiker, die über einen PC und ein geeignetes Optimierungsprogramm verfügen. Spezielle Marktkenntnisse sind nicht erforderlich, wohl aber ein perfekt organisierter Produktionsprozeß auf Bankenseite. So muß die Bank in der Lage sein, am Tag der Erstinvestition bei 100%iger Replizierung des ausgewählten Indexes zum Beispiel 250 oder 300 Aktien auf einen Schlag zu kaufen und abzuwickeln, unter Umständen nach vorherigem Tausch von D-Mark in Fremdwährung. Die im

Laufe des Jahres zufließenden Dividendenerträge sind so wiederanzulegen, daß einerseits die Transaktionskosten gering bleiben (round lots), andererseits aber der tracking error innerhalb tolerierbarer Grenzen liegt.

Indexprodukte lassen sich mit minimalem Kostenaufwand realisieren; allerdings (oder gerade deswegen) findet man in Deutschland nur weniger Anbieter. Dies ist der Bankenseite nicht vorzuwerfen, sondern eher ein Beleg für die noch unzureichende Professionalität auf Seiten der Anleger. Unter Kostenaspekten sollte der Anleger auch darüber nachdenken, ob er die angesprochenen Produktionsprozesse nicht zum Teil mit eigenen Ressourcen erledigen kann. „Lean production“ und „Outsourcing“ sind zwar in vielen Fällen sinnvoll; wenn es sich jedoch zeigt, daß die Produktion außer Haus zu teuer ist, weil die Anbieter unrealistische Ziele verfolgen, kann auch der entgegengesetzte Weg richtig sein.

WIR SEHEN WAS,



WAS SIE NICHT SEHEN!

Typischer Bauschaden - oder? Für DEKRA-ETS heißt es hier ganz genau hinsehen. Im Labor oder vor Ort - hochspezialisierte Prüfverfahren ermöglichen uns tiefe Einsichten in die spezifischen Materialeigenschaften Ihrer Baustoffe. Ob Werkstoffoptimierungen, Schadensanalysen oder Sanierungskonzepte - DEKRA-ETS verschafft Ihnen die Gewißheit, nichts dem Zufall zu überlassen.



DEKRA - ETS
Gesellschaft für Technische Sicherheit mbH
MATERIALPRUFANSTALT
Am Homburg 3 · 66123 Saarbrücken
Tel.: 0681/9 36 19 0 · Fax: 9 36 19 27

Schriftenreihe »Aktuelle Fragen der Vermögensanlagepraxis«

Herausgeber: Prof. Dr. Dr. h. c. Robert Schwebler,
Dr. Klaus-Wilhelm Knauth, Dr. Diethard B. Simmert

Band 2

Kapitalanlagepolitik im Versicherungsbinnenmarkt

Neuerscheinung

– Auswirkungen des neuen Versicherungsaufsichtsrechts
und des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes –

Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz mit Kernstück Wertpapierhandelsgesetz und vor allem das neue VAG mit der Änderung der Kapitalanlagevorschriften haben erhebliche Bedeutung für die Kapitalanlagepraxis der Versicherungsunternehmen.

Band 2 der Schriftenreihe enthält die Vorträge einer Informationsveranstaltung des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft im August 1994, in denen die Auswirkungen der Gesetze auf die Kapitalanlagepolitik der Versicherungsunternehmen erläutert werden:

Dr. Günther Köhler

Überblick und Einführung in die neuen Kapitalanlagevorschriften

Günter Schlatter

Anlagegrundsätze der Dritten Versicherungsrichtlinien und ihre Transformierung in das deutsche Versicherungsaufsichtsrecht

Dr. Franz-Wilhelm Hopp

Kapitalanlage in Wertpapieren

Dr. Volker Loidl

Realkredite und andere Darlehensgeschäfte

Dr. Hans-Peter Nickisch

Immobilien­geschäfte im Binnenmarkt

Peter Burghard

Derivative Finanzinstrumente und Risikosteuerung bei der Kapitalanlage

Dr. Klaus-Wilhelm Knauth

Bedeutung des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes für die Versicherungsunternehmen

Im **Anhang** das Dritte Durchführungsgesetz/EWG zum VAG, Auszüge aus der gesetzlichen Begründung des Regierungsentwurfs für ein Drittes Durchführungsgesetz/EWG zum VAG sowie aus der gesetzlichen Begründung der Beschlußempfehlung des Finanzausschusses zum Dritten Durchführungsgesetz/EWG zum VAG, die „Lesefassung“ der Kapitalanlagevorschriften des Dritten Durchführungsgesetzes/EWG zum VAG und eine Übersicht über die neuen Kapitalanlagevorschriften.

VIII und 319 Seiten, DIN A5, Festeinband, 56 DM



Verlag Versicherungswirtschaft e.V.

Postfach 64 69 76044 Karlsruhe Tel. (07 21) 35 09-0 Fax (07 21) 3 18 33

Ein Rechenbeispiel

Hierzu eine überschlägige Rechnung: Nehmen wir an, ein Anleger hätte drei Spezialfonds über je 100 Mill DM aufgelegt. Die Management fee betrage 0,12%, also 360 000 DM p. a. Die Portfoliomanager schlagen das Vermögen einmal jährlich um, so daß ein Gesamtumsatz von 600 Mill DM entsteht. Bei Transaktionskosten von – angenommen – 0,30% entsteht ein Aufwand von 1,8 Mill DM. Bei der Anlage von Liquidität in den Fonds (wir unterstellen jahresdurchschnittlich insgesamt 30 Mill DM) werden ihnen Tages- und Termingeldzinssätze vergütet, die um durchschnittlich 0,10% unter den Sätzen liegen, die der Anleger bei der Eigenanlage von miteinander konkurrierenden Banken erhalten könnte; macht 30 000 DM. Ferner fallen Kosten für Anlageaus­schußsitzungen (auf seiten des Anlegers), Performancemessung, Wirtschaftsprüfer, Veröffentlichungen etc. von 50 000 DM an. (Der Anleger möge im konkreten Einzelfall prüfen, ob die tatsächlichen Kosten nicht noch darüber liegen!)

Per saldo beträgt der jährliche Aufwand 2,24 Mill DM bzw. 0,75% p. a. Für diesen Betrag könnten insbesondere Anleger, die nicht in einem der Finanz- und Dienstleistungszentren (mit zum Teil extremen Personal- und Sachkosten) ansässig sind, und die auf den langfristig vergeblichen Versuch, die Märkte zu schlagen, verzichten, ein höchst komfortables eigenes System auf die Beine stellen! Um nicht mißverstanden zu werden: Natürlich kann und sollte ein Anleger nicht alle Bankdienstleistungen selbst produzieren; aber vielleicht einige – und andere auf ein kostenminimales Maß reduzieren.

Gegenrechnung: Der Anleger möchte indexnah anlegen, jedoch nicht völlig auf eine aktive Managementkomponente verzichten. Er indexiert 80% des Vermögens und managt 20% selbst aktiv mit Hilfe des von Banken reichlich bereitgestellten Researchmaterials („Sekundärreseach“).

Er kalkuliert überschlägig folgende Kosten p. a.:

	DM
Portfoliomanager	180 000
Zuarbeiter/Vertreter	120 000
Hilfskraft/Sekretariat	70 000
Personal-/Sachkosten der	
Buchhaltung	150 000
Software/Nachrichtendienste	150 000
Raumkosten/Ausstattung	
(PC, Mobiliar etc.)	50 000
Sonstiges	50 000

Transaktionskosten (Erstanlage 80%) ¹	144 000
Transaktionskosten (Pflege Indexbestand) ²	60 000
Transaktionskosten (aktiv gemanagter Bestand) ³	180 000
Gesamtkosten ⁴	1 154 000

Der Gesamtaufwand ging um rund 50% auf 0,38% des Anlagevolumens zurück, ein eventuell wachsendes Volumen könnte – nachdem die Organisation einmal installiert ist – ohne zusätzliche Fixkosten bewältigt werden. Die Anlageergebnisse dürften – bei durchschnittlichem Erfolg des aktiv gemanagten Teils – auf lange Sicht keinesfalls unter den Ergebnissen eines außer Haus verwalteten Vermögens liegen. Ein völliger Verzicht auf das aktive Management würde zu noch weiteren Kostensenkungen führen und – wie bereits ausgeführt – mit Sicherheit den Anlageerfolg des „durchschnittlichen Anlegers“ erbringen. Konsequenz zu Ende gedacht (für ganz fortschrittliche Investoren): Benötigt der indexorientierte Anleger überhaupt noch effektive Wertpapierportefeuilles oder reicht es nicht aus, sich von drei oder vier erstklassigen Banken (Kontrahentenrisiko!) im Rahmen von Swapvereinbarungen die Performance des Indexes minus x% Kosten zahlen zu lassen und im Gegenzug z. B. den Zins auf Drei-Monats-Geld oder irgendeine andere vereinbarte Fristigkeit zu zahlen?

Wer sich noch scheut, die skizzierte Richtung einzuschlagen, sollte auf der Grundlage einer realistischen Benchmark zumindest

performanceabhängige Management fees vereinbaren. Dies erfordert die Definition von Risikolimiten, weil sonst die Gefahr besteht, daß der Manager in seinem Streben nach Gebühreneinnahmen extreme Risiken eingeht. Ferner sollte ein eindeutiges Umsatzlimit vereinbart werden. Auch performanceabhängige fees sind übrigens Neuland für die Anbieterseite. Spricht man als Anleger eine Reihe von Kapitalanlagegesellschaften auf das Thema an (z. B. im Rahmen einer geplanten Fondsauflegung), wird man höchstens unterschiedlich strukturierte Angebote erhalten – eine Chance, die sich der Anleger nicht entgehen lassen sollte!

Derivative Instrumente – Konzentration auf das Wesentliche

Eine Schlußbemerkung zu derivativen Instrumenten und sogenannten „strukturierten Produkten“: Derivate können durchaus hilfreich sein, und es wäre völlig falsch, sie aufgrund eingetretener Schief lagen bei einzelnen Banken und Anlegern zu verteufeln. Man sollte sie jedoch nur nutzen, wenn auch das notwendige Know-how und die erforderliche Software vorhanden sind, um das damit verbundene Risiko in eine Gesamtschau gleicher oder zumindest eng korrelierter Risiken aus der übrigen Vermögensanlage einzubringen (also die Produkte in ihre zugrundeliegenden Basisrisiken zu zerlegen und sachgerecht zuzuordnen) und alle nachfolgenden Produktionsprozesse (Dokumentation, buchhalterische Behandlung, Meldewesen etc.) zu vertretbaren Kosten abwickeln

zu können. Entscheidend ist, sich auf wenige, als wirklich sinnvoll und hilfreich erachtete Produkte zu konzentrieren und nur hierfür den erforderlichen Apparat vorzuhalten. Wer sich ein Sammelsurium von Individualisten ins Portefeuille holt, wird weder das Gesamtrisiko noch die Kostenseite in den Griff bekommen.

Auch hier stellt sich wieder die eingangs aufgeworfene Frage: Ist der Mehrwert, der dem Anleger aus allen möglichen Produktmixturen im Vergleich zu den zugrundeliegenden Basisprodukten versprochen wird, überhaupt auf Dauer erzielbar, und falls ja, ist er groß genug, um die Kosten für den zur Bewältigung der Produkte zu installierenden Apparat nicht nur zu decken, sondern zu übersteigen? Oder verdient auf lange Sicht nur derjenige, der die Produkte zusammenstellt und dem Zeichner die Illusion eines zusätzlichen Nutzens glaubhaft machen kann?

Anmerkungen

- 1 0,30% auf 240 Mill DM, linear aufgeteilt auf eine geplante Anlagedauer von 5 Jahren
- 2 Transaktionskosten wg. eventueller Indexumstellungen, Reinvestition von Bezugsrechtserlösen etc.: geschätztes Volumen 20 Mill DM x 0,30%
- 3 0,30% auf 60 Mill DM
- 4 Eventuelle Depotgebühren wurden hier wie auch im ersten Rechenbeispiel vernachlässigt

Holger Benke ist Leiter der Abteilung Vermögensverwaltung in der Volkswagen-Stiftung, Hannover

SIRIUS

INTERNATIONAL



HEAD OFFICE:

Sirius International Insurance Corporation

S-11396 Stockholm, Sweden. Visiting address: Birger Jarlsgatan 57B

Telephone: +46 8-458 55 00 • Telefax: +46 8-458 55 99 (Reinsurance), +46 8-458 55 90 (Financial Risks)

BRANCH OFFICE:

Sirius Rückversicherungs Service GmbH

Ballindamm 7, D-20095 Hamburg, Germany
Telephone: +49-40 32 44 41

Telefax: +49-40 33 70 15 • Telex: 41-21 35 48

BRANCH OFFICE:

Sirius International (UK branch)

14 Fenchurch Avenue,
London EC3M 5BS, Great Britain
Telephone: +44-071 265 1651

Telefax: +44-071 480 5778 • Telex 883084

SUBSIDIARY:

Scandinavian Reinsurance Company Limited

P.O. Box HM 2275, Hamilton HMJX, Bermuda,
Visiting address: Colombia House, 32 Reid Street
Telephone: +1 809 295 2743

Telefax: +1 809 292 6580 • Telex: 3371 SCRCL BA

Member of the Asea Brown Boveri Group