



*Standpunkt*

Dezember 2004

Gebühren im Asset Management –  
Spieglein, Spieglein an der Wand

©2004. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

# Gebühren im Asset Management – Spieglein, Spieglein an der Wand

- ◆ Die unbefriedigende Ertragssituation in den Vermögensanlagen vieler institutioneller Anleger bei gleichzeitig beschränktem Risikobudget hat zu einer neuen Kostensensitivität bei Fondsmandaten geführt.
- ◆ Kostentransparenz ist die wichtigste Voraussetzung für eine erfolgreiche Kostenoptimierung.
- ◆ Der Trend zur Master-KAG und das damit verbundene Aufbrechen der Wertschöpfungskette verhilft zu einer größeren Kostentransparenz, da jetzt die einzelnen funktionalen Bereiche getrennt nach Leistung und Kosten betrachtet werden können.
- ◆ Es herrscht ein Ungleichgewicht zwischen Bedeutung und Transparenz der einzelnen Kostenfaktoren: Den größten Kostenblock stellen die Transaktionskosten dar, die gleichzeitig am wenigsten transparent sind.
- ◆ Die verschiedenen Ansätze zur Kostenoptimierung müssen im Gesamtzusammenhang gesehen und bewertet werden. Jeder Investor muss für sich entscheiden, ob er für die aktuelle Gebührenstruktur eine für ihn adäquate Leistung erhält.

# Gebühren im Asset Management – Spieglein, Spieglein an der Wand

## Einleitung

Das Thema „Gebühren im Asset Management“ hat in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen. Neben den erweiterten Transparenzanforderungen an Asset Manager, die aus den USA nach Kontinentaleuropa zu uns herüberschwappen, hat natürlich auch die enttäuschende Bilanz für Kapitalanleger seit dem Jahr 2000 dafür gesorgt, dass in Zeiten geringer Rentenrenditen, angespannter Risikobudgets und ungünstiger Chance-Risiko-Konstellationen bei Aktien die Kostenfrage zur Optimierung der gedämpften Ertragsersparungen auf der Tagesordnung institutioneller Anleger ganz nach oben gerückt ist. Wird beispielsweise in guten Jahren am Kapitalmarkt mit den „klassischen“ 70/30-Mandaten (70% Renten, 30% Aktien) eine zweistellige Rendite erzielt, ist eine Diskussion über ein paar wenige Basispunkte mehr oder weniger auf der Gebührensseite eher akademischer Natur, da für die Netto-Performance beinahe irrelevant. In einer Phase hervorragender Renditen stört höchstens die relative Underperformance gegenüber einem Index, nicht die absolute Höhe der Rendite.

Die Zeiten zweistelliger Renditen in gemischten Anlagen sind seit einiger Zeit vorbei. Hinzu kommt, dass die Aktienanlage vieler institutioneller Anleger auf absehbare Zeit kaum ein Thema ist bzw. sein kann, da die Risikoseite eine nur geringe Aktienquote zulässt. Die Konzentration auf den Nettoperformancefaktor „Kosten“ ist von daher verständlich. Die Behandlung dieses Themas nimmt aber zuweilen abstruse Züge an; neben der verständlichen Unwilligkeit der Investmentbranche, Einblick in die lange Jahre hohe Margen garantierende Kostenstruktur zu gewähren, trat andererseits die Vorstellung, dass in Zeiten von „Geiz ist geil!“ und kostenlosen Internet-Services gerade die Managementgebühren für Spezialfondsmandate stark überzogen sind und dringend einer kräftigen Anpassung nach unten bedürften.

Ursache für das gegenseitige Unverständnis ist vielfach eine mangelnde Information und Transparenz über die Zusammensetzung der verschiedenen Kostenfaktoren im Asset Management. Zwar haben sich mit dem Trend zur Master-KAG und der damit verbundenen Aufspaltung der Wertschöpfungskette im Asset Management die Voraussetzungen dafür verbessert, transparente Kostenstrukturen zu schaffen, doch ähnelt das Bemühen um vollkommene Transparenz vielfach der Situation aus dem Märchen „Schneewittchen“, in dem die Königin ihren Zauberspiegel um Aufklärung darüber bittet, wer denn nun die Schönste im ganzen Land ist. Mit dieser Publikation können wir zwar nicht in die Rolle des Zauberspiegels schlüpfen und Ihnen sagen, wer denn nun der Asset Management-Anbieter mit dem besten Preis-Leistungs-Verhältnis im ganzen Land ist, doch wollen wir einen Blick auf die Kostenstrukturen im Asset Management werfen und Möglichkeiten, aber auch Grenzen der Gebührenoptimierung und -transparenz ausloten. Zwar betrachten wir in dieser Publikation die Anlage in Spezialfonds, einige der getroffenen Aussagen lassen sich aber auch auf Publikumsfonds anwenden.

Mit Schlagworten wie „Transaktionskostenanalyse“, „Total Expense Ratio“ und „Fee Reconciliation“ ist Transparenz zwar in aller Munde, aber noch nicht in allen Portfolios.

## Der Wandel in der Gebührendiskussion

Jahrzehnte lang wurde das Thema „Gebühren im Asset Management“ eher stiefmütterlich behandelt. Dies ist verständlich, da sich die Ertragssituation der Anlagen institutioneller Anleger lange Zeit als so günstig dargestellt hat, dass die Kostenseite gar keiner intensiven Betrachtung unterzogen werden musste. Diese Konstellation hat sich in den letzten Jahren gründlich geändert. Als Benchmark für diese

Einschätzung mag die Wertentwicklung eines „klassischen“ 70/30-Portfolios dienen, das repräsentativ zu 70 % im REX und zu 30 % im DAX investiert war. Seit 1968 lag dessen Wertentwicklung immer wieder einmal im negativen Bereich, wobei die Negativergebnisse aber meist „Ausreißer“ waren. Eine längere unterdurchschnittliche Phase ergab sich erst zu Beginn des aktuellen Jahrtausends: Nach einem Jahr mit einer nur leicht positiven Performance (+2,5 % im Jahr 2000) gab es zwei negative Jahre (-2,0 % in 2001, -6,9 % in 2002). Diese Abfolge stellt zwei Novitäten dar: Seit 1968 gab es zum ersten Mal zwei negative Jahre in Folge und erstmals drei Jahre in Folge, die nicht die für einen institutionellen Anleger vielfach erforderliche Mindestrendite im Bereich von 5 bis 7 % erwirtschaftet haben. Per Saldo ergibt sich für diesen Zeitraum sogar eine negative Durchschnittsrendite.

**Tabelle 1: Durchschnittliche Jahresrenditen in verschiedenen Zeiträumen**

	REX	DAX	70/30
1968 - 1977	7,8 %	3,8 %	6,6 %
1978 - 1981	3,1 %	-2,5 %	1,4 %
1982 - 1999	8,2 %	18,6 %	11,3 %
2000 - 2002	7,2 %	-23,8 %	-2,1 %
2003	4,1 %	37,1 %	14,0 %

Quelle: Lazard Asset Management

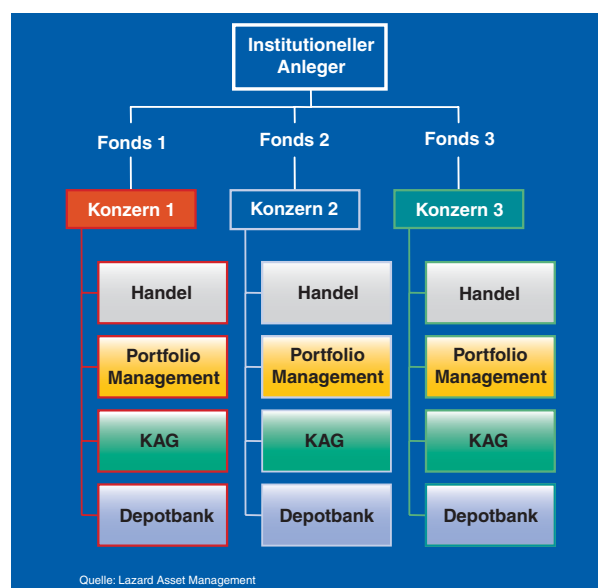
Geradezu tragisch mutet an, dass nur wenige institutionelle Anleger die (Aktien-) Erholung des Jahres 2003 in ihren Portfolios nachvollzogen haben. Die in der Tabelle 1 aufgeführte Performance eines 70/30-Portfolios in diesem Jahr ist eher theoretischer Natur, da viele Anleger nach der Erfahrung der Jahre 2000 bis 2002 ihre Anlagen defensiver aufgestellt hatten und im Zweifel im Jahre 2003 die REX-Performance erlebten ... was dann vier aufeinanderfolgende Jahre ergibt, in denen die Vermögensanlagen nicht das erwirtschafteten, was die Verpflichtungsseite erfordert.

Aus dieser Entwicklung wird verständlich, dass sich die Kostensensibilität in den letzten Jahren verstärkt hat. Enge Risikobudgets bieten nur wenig Spielraum, um mit einer veränderten Asset Allocation höhere Renditen zu erwirtschaften. Gleichzeitig steht aber die bereits erwähnte Renditeanforderung von 5-7 % p.a. im Raum, die in einem Niedrigzinsumfeld nur bei der Optimierung aller Ebenen der Vermögensanlageentscheidungen erreicht werden können. Wenn Märkte und Risikobudgets der Optimierung der Ertragsseite wenig Spielraum geben, muss die Kostenseite einer intensiven Prüfung unterzogen werden.

### Gebührenarten im Asset Management

Eine Prüfung der Kostenseite im Asset Management beginnt sinnvoller Weise mit der Betrachtung, welche Leistungen bei einem Fondsmandat anfallen. Es ist logisch, dass diese Leistungen einer Entlohnung harren, also müsste man über die Leistungen auf die Kosten und damit auf die Gebühren kommen. Die Entwicklung zur Master-KAG hilft hier weiter, stellt sie doch einen wichtigen Bestandteil dar, die Wertschöpfungskette bei einem Fondsmandat aufzubrechen und somit die Leistungen transparenter darzustellen.<sup>1</sup>

**Abbildung 1: Die Funktionen bei einem Spezialfondsmandat**



Generell lassen sich vier funktionale Bereiche bei einem Fondsmandat feststellen:

1. Portfolio Management
2. Administration des Fondsmandats
3. Verwahrung der Wertpapiere
4. Handel/Transaktionen

Werden die vier Funktionen durch vier verschiedene Spezialisten wahrgenommen, wird jeder der Beteiligten für sich eine Kostenrechnung durchführen und seine Leistung gemäß eigenem Aufwand und/oder gemäß Marktbedingungen bepreisen. Diese getrennte Betrachtung ist somit ein erster Schritt zur Leistungs- und in der Folge auch zur Kostentransparenz.

Basispunkten bei aktiv gemanagten Aktienmandaten. „Spezialitäten“, die einen entsprechend höheren Managementaufwand beinhalten, können auch darüber liegen. Hedge Funds beispielsweise verlangen bis zu 200 Basispunkten Management Fee.

Auch zwischen den Anbietern gibt es gewaltige Unterschiede. Untersuchungen bemängeln immer wieder die große Spannweite,<sup>2</sup> betonen aber auch, dass die unterschiedlichen Preisstrukturen zu Verwerfungen führen. „Die Gründe für die grundsätzlichen Unterschiede liegen insbesondere in der typisch deutschen Vermischung von Gebührenkomponenten“.<sup>3</sup> Die Management Fee ist üblicherweise der „Gewinner“ bei Quersubventionierungen, wobei diese von überhöhten Handelsgebühren

**Tabelle 2: Funktionsbereiche im Fondsmandat und Art der Kostenbelastung**

	Portfolio Management	Administration des Fonds	Verwahrung der Wertpapiere	Handel/ Transaktionen
Funktionsträger	Asset Management	KAG	Depotbank Custodian	Broker
Leistungen u. a.	Umsetzung der Anlagestrategie, Risikomanagement	Ermittlung Fondspreis, Einhaltung der Anlagegrenzen, Fondsbuchhaltung, Reporting	Verbuchung und Settlement der Wertpapiere	Durchführung der Transaktionen, Erstellung von Research
Kosten abhängig von	Fondsvolumen	Fondsvolumen	Fondsvolumen	Umschlagshäufigkeit
Kostenbelastung	Direkt	Direkt	Direkt	Indirekt
Bezeichnung	Management Fee	KAG-Vergütung	Depotbankvergütung	Umsatzprovision

Quelle: Lazard Asset Management

### 1. Management Fee

Der „transparenteste“ Kostenfaktor ist die Management Fee für den Investment Manager. Als Leistung wird dafür das Portfolio Management erbracht, d.h., die Umsetzung der gemeinsam vereinbarten Anlagestrategie. Je nach Assetklasse und Ausmaß des aktiven Managements ist die Bandbreite der Management Fee sehr groß und reicht von wenigen Basispunkten bei passiven Mandaten bis zu über 50

oder überdurchschnittlichen Umsätzen her erfolgt. Motto: „Vorne vermeintlich wenig kassieren, aber die Investoren hinten im Handel unbemerkt abzocken“.<sup>4</sup> Diese Vermischung von Teilgebühren kann bei der Trennung der benannten Funktionen nicht erfolgen, wodurch die Management Fee bei reinen Asset Managern häufig höher ist als bei „integrierten“ Fondshäusern. Die „reine“ Management Fee ohne die Möglichkeit einer Quersubventionierung wird auch als „Clean Fee“ bezeichnet.

Die oben erwähnte Vermischung von Gebührenkomponenten wird dagegen als „Dirty Fee“ bezeichnet. Die Optimierung der effektiven Gesamtkosten wird nur unter Einbezug aller weiterer Kostenfaktoren gelingen und sich nicht auf eine optisch niedrige Management Fee beschränken können.

## 2. KAG-Vergütung

Die reine KAG-Funktion ist erst mit der Einführung und Entwicklung der Master-KAG separat bepreisbar geworden. Je nach Umfang der administrativen Leistungen ist die KAG-Funktion mit zirka fünf bis zehn Basispunkten (Zahlenangaben siehe Abbildung 2) des durchschnittlichen Fondsvolumens anzusetzen. Entscheidend wird an dieser Stelle sein, wie die Aufgabenverteilung zwischen den verschiedenen funktionalen Einheiten vorgenommen wird. Ein vergleichsweise fixer Kostenbestandteil sind die Prüfungs- und Veröffentlichungskosten. Art und Umfang des Reportings dagegen kann durchaus unterschiedliche Gebührensätze nach sich ziehen. Einzelne Master-KAGen bieten ein „Baukasten-System“ an, in dem jede einzelne Leistung der KAG individuell mit anderen kombiniert werden kann und jedes einzelne Modul auch einzeln bepreist wird.

## 3. Depotbank

Die Depotbank erhält für die Verwahrung der Fonds-Anteilscheine sowie für die Bearbeitung von Zins- und Dividendenzahlungsterminen etc. eine Vergütung, die i. d. R. zwischen fünf und zehn Basispunkten auf der Basis des durchschnittlichen Fondsvolumens beträgt. Mit dem Marktzutritt von Global Custodians, deren Dienstleistungsangebot vielfach über die „klassischen“ Depotbankfunktionen hinausgeht, verschieben sich hier je nach vereinbartem Leistungsumfang Gebührenanteile zwischen KAG und Depotbank/Custodian.

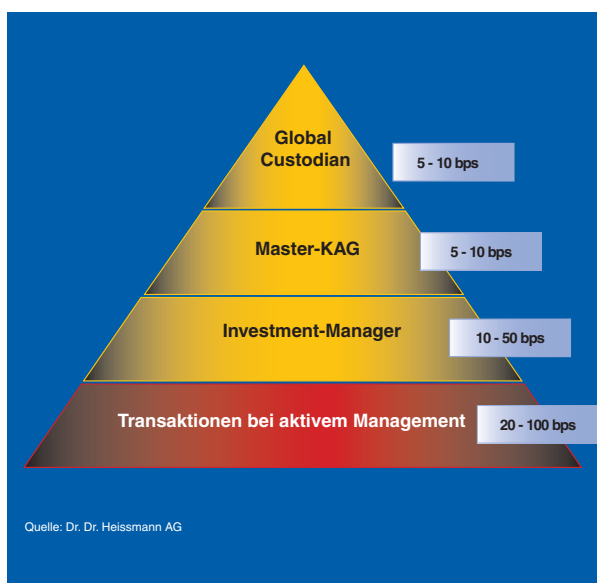
Gerade die Wahl der Depotbank war in der Vergangenheit oft vom Konzerndenken geprägt; es war fast ein Automatismus, dass die KAG dem gleichen Konzern wie die Depotbank angehörte. Zusätzlich zu der Konzernzugehörigkeit war auch der „Hausbank-Gedanke“ bei institutionellen Anlegern ein ernstzunehmendes Kriterium bei der Wahl der Depotbank; „Kredit gegen Assets, heißt es immer noch häufig“.<sup>5</sup> Mit der Einführung der Master-KAG und

dem Vordringen der Custodians hat sich hier die allgemeine Sichtweise geändert, so dass die Wahl der Depotbank unabhängig von weiteren Einflussfaktoren erfolgen kann.

## 4. Handel/Transaktionen

Die Investoren-Studie 2004 der Dr. Dr. Heissmann AG kommt u. a. zu dem Schluss, dass Transaktionskosten den wichtigsten Kostenfaktor darstellen, andererseits aber auch den geringsten Transparenzgrad aufweisen (siehe Abbildung 2).<sup>6</sup> Neben der komplexen Zusammensetzung der einzelnen Bestandteile der Transaktionskosten, die den Hauptteil der Untersuchungen und Studien zu diesem Thema ausmachen, kommt noch hinzu, dass diese Kosten in der Regel nicht direkt dem Fondsvermögen belastet werden, sondern nur indirekt die Performance belasten. Für den Anleger ergibt sich damit die folgende Konstellation: Performance nicht zufriedenstellend, aber Kostenseite im Griff – zumindest sieht es nach außen hin so aus.

**Abbildung 2: Größenordnung der verschiedenen Kostenfaktoren<sup>7</sup>**



Das Ausmaß der Bedeutung der Transaktionskosten als Einnahmequelle für die Finanzkonzerne (i. d. R. kommen diese Erlöse NICHT der KAG selbst zu Gute) wird in Aussagen deutlich wie: „Für einige KAGen geht es sogar um's Überleben, wenn die Quersubventionierung aus dem Handel nicht mehr funktioniert“.<sup>8</sup> Zwar gibt es Bestrebungen und Forderungen, die Transaktionskosten offen zu legen, doch greifen auch die vom deutschen Invest-

mentverband BVI beschlossenen Wohlverhaltensrichtlinien zu kurz. Diese schreiben zwar den Ausweis aller Kostenbestandteile eines Fondsmandates prozentual zum Fondsvolumen vor („Total Expense Ratio“, abgekürzt „TER“), dies jedoch „ex Transaktionskosten“, d. h., der größte und intransparenteste Kostenblock bleibt „außen vor“. „Eine transparente Darstellung dieser Kosten ist zwar nur schwer möglich – jedoch nicht unmöglich, so dass die Identifikation und Kontrolle dieser Kosten in der Zukunft stark an Bedeutung gewinnen wird“.<sup>9</sup>

Nicht nur der Ausweis der Transaktionskosten ist ein Streitpunkt, sondern auch die Frage, was denn nun zu den Transaktionskosten dazugehört. Sind es wirklich nur die reinen Kosten für die Ausführung einer Handelstransaktion, oder müssen Komponenten wie die Auswirkung der Order auf den Marktpreis eines Wertpapiers, Timing, Opportunitätskosten und Geld-Brief-Spannen mit berücksichtigt werden? Aus dieser Frage wird bereits deutlich, dass nicht nur die gesamten Transaktionskosten selbst, sondern auch deren Zusammensetzung vielfach eine „Black Box“ darstellen, was gerne mit einem Eisberg verbildlicht wird (Abbildung 3):

**Abbildung 3: Das „Eisberg-Modell“ der Transaktionskosten**



Depotbank/Broker: diese Doppelnennung entsteht, weil bei vielen Mandaten die Depotbank gleichzeitig Haupthandelspartner für den Fonds ist. Werden die Wertpapierumsätze dagegen extern vergeben, ist ein Broker der Adressat für die Transaktionskosten. Meist bezieht sich der Gebührensatz für die Trans-

aktionen auf das umgesetzte Volumen. „Die umsatzabhängige Depotbankprovision ist ein Deutschland-typisches Konstrukt und muss vor dem Hintergrund der Konzernstruktur betrachtet werden, in die viele deutsche KAGen eingebettet sind“.<sup>10</sup> Alternative Kostenmodelle arbeiten mit Ticket Fees, bei denen pro Transaktion nur ein Fixum gezahlt wird. Intransparent ist vielfach die Vergütung für Dritte, die z. B. für die Abwicklung von im Ausland gehandelten Wertpapieren eingeschaltet werden.

Spread: Um Marktliquidität zu gewährleisten, stellen Marktteilnehmer An- und Verkaufspreise, die um einen gewissen Betrag („Spread“) differieren. Inwieweit die Geld-Brief-Spanne tatsächlichen Marktgegebenheiten entspricht und somit „marktgerecht“ ist, kann der einzelne Anleger kaum nachvollziehen. Dies gilt vor allem für den Großteil der Transaktionen mit festverzinslichen Wertpapieren, da diese in der Regel nicht über die Börse ausgeführt werden.

Market Impact: „Preisveränderung eines Wertpapiers, die notwendig ist, um eine Order auszuführen“.<sup>11</sup> Jede Kauforder repräsentiert zusätzliche Nachfrage, jede Verkauforder zusätzliches Angebot, was jeweils eine Verschiebung des Marktpreises (Gleichgewichtspreis) nach sich ziehen sollte. Was bei sehr liquiden Märkten, z. B. US-Staatsanleihen, kein größeres Problem darstellt, kann bei engen Märkten, z. B. Small Caps, zu einem sehr wesentlichen Performancefaktor werden. Schon bei europäischen Aktienmandaten betrug in einer Untersuchung die (impliziten) Kosten für den Market Impact 23 Basispunkte.<sup>12</sup>

Opportunität und Timing: kann eine Order nicht sofort umgesetzt werden, kommt es sowohl zu Timing- wie auch Opportunitätskosten. Die Timingkosten beziffern das Risiko, dass während des Zeitraums bis zur vollständigen Ausführung der Transaktion eine ungünstige Kursentwicklung eintritt, die den durchschnittlichen Transaktionskurs gegenüber dem Kurs bei Orderaufgabe verschlechtern. Opportunitätskosten entstehen, wenn nur eine Teilausführung möglich ist und somit das tatsächlich erreichte Portfolio von dem ursprünglich beabsichtigten Portfolio in der Zusammensetzung abweicht. Die sich daraus ergebenden Performance- und Risikounterschiede zwischen intendiertem und realisiertem Portfolio werden in einigen Studien als

wichtigster Kostenfaktor angesehen. Andere Studien wiederum, die sich auf hoch liquide Märkte beschränkten, verzichten auf die Berücksichtigung von Opportunitätskosten, da über 99 % der Orders tatsächlich zur Ausführung kamen.

Als „sichtbare“ oder „explizite“ Bestandteile der Transaktionskosten kommen die Provision für die Depotbank sowie die Handelskommissionen in Betracht. Die übrigen Bestandteile („implizite“ Kosten) sind – ex post vielfach auch für eine KAG – nur schwer zu quantifizieren. Der gesamte Block an Transaktionskosten erreicht vielfach Größenordnungen, die verdeutlichen, warum das Bild eines Eisbergs verwendet wird. So errechnete die Consulting-Firma Alpha Portfolio Advisors in zwei Studien über unterschiedliche Zeiträume, dass die durchschnittlichen Gesamt-Transaktionskosten (sichtbar wie unsichtbar) bei europäischen Aktien ca. 70 Basispunkte betragen. Der unsichtbare Teil steuerte einmal 46 % und einmal 63 % zur Gesamtkostenbelastung bei.<sup>13</sup> Die impliziten Kosten sollten bei illiquiden Anlagekategorien deutlich höher liegen, da Spreads, Market Impact, Timing- und Opportunitätskosten höher zu veranschlagen sind.

Der Analyse der verschiedenen Bestandteile der Transaktionskosten kommt eine immer entscheidendere Rolle zu. Natürlich wird auch der Asset Manager daran interessiert sein, günstige Transaktionskosten zu generieren, um seine Performance nicht zu sehr zu verwässern ... die Transparenz dieses Prozesses bleibt dem Anleger jedoch meist verschlossen. Unabhängige Anbieter offerieren eine Lösungsmöglichkeit in Transaktionskostenanalysen, die den typischen Ablauf einer Order einer kritischen Überprüfung hinsichtlich der genannten Bestandteile unterziehen und verifizieren, ob ein Transaktionskostenmanagement nicht nur gesagt, sondern auch gelebt wird. Ob ein gehandelter Kurs einer Marktgerechtigkeitsprüfung standhält und ob die Bid-Ask-Spreads marktkonform sind, gehört in der Regel zu dem Teil des Eisbergs, der sich unter der Wasseroberfläche befindet ... doch eine der größten Tragödien in der Schifffahrt hat



uns gelehrt, dass der unter Wasser liegende Teil des Eisbergs für den Untergang der Titanic verantwortlich war, nicht der sichtbare Teil.

## Ansätze zur Kostenoptimierung

Es mag wie eine Binsenweisheit klingen, aber nur das, was bekannt ist, kann auch optimiert werden. Für die Optimierung der Kostenseite erhält somit das Streben nach mehr Kostentransparenz oberste Priorität. Neben der bereits angesprochenen Betrachtung von expliziten und impliziten Kosten kommt noch der nur schwer quantifizierbare Zusatznutzen, den der einzelne Beteiligte im Wertschöpfungsprozess dem Investor bieten kann, sei es durch zusätzliche Angebote, ein besonders gutes Reporting, ein ausgefeiltes Risikomanagement, eine individuelle Betreuung oder was auch immer an zusätzlichen, mit der originären Leistung nicht immer direkt im Zusammenhang stehenden Leistungen angeboten wird. Diese komplexen Zusammenhänge müssen berücksichtigt werden, um sich nicht zu Tode zu sparen, indem explizite wie implizite Kosten reduziert, der explizite (Performance) oder implizite (Zusatzleistungen) Nutzen jedoch reduziert wird.

Im Folgenden stellen wir einige einzelne Ansätze und Konzepte zum Kostenmanagement bei Fondsmandaten vor, die aber unbedingt im genannten Zusammenhang betrachtet und beurteilt werden müssen.

**Economies of Scale:** Bei den rein administrativen Tätigkeiten stellt sich die Frage, ob diese konzentriert werden können, um Skaleneffekte zu generieren. Bei solchen Überlegungen muss geprüft werden, an welcher Stelle bzw. auf wessen Veranlassung diese Skaleneffekte greifen. So kann ein institutioneller Anleger bei der Wahl einer (neuen) zentralen Depotbank eventuell eine größere Einsparung erzielen, wenn er eine Depotbank auswählt, die bereits gut mit der KAG zusammenarbeitet. Die Skaleneffekte würden dann von dem Volumen der KAG und nicht vom Anlagevolumen des Anlegers bestimmt werden, was einen deutlichen Unterschied ausmachen kann.



Master-KAG: Die Zusammenlegung der KAG-Funktion aller Mandate bei nur einer KAG sollte ebenfalls Skaleneffekte hervorgerufen. Ein Hemmschuh auf dem Weg dahin ist derzeit noch die fehlende Standardisierung des Datenaustauschs zwischen Portfolio

Manager und Master-KAG, die beim Portfolio Manager vielfach zu keiner nennenswerten Reduzierung des Bearbeitungsaufwands führt. Dem Zusatzaufwand durch eine separate KAG-Lösung steht somit ein fragwürdiges Einsparpotenzial auf Seiten des Portfolio Managers gegenüber. Der große Vorteil einer Master-KAG ist eher auf der Leistungsseite – in Form eines einheitlichen Reportings und der Möglichkeit aggregierter Auswertungen – denn auf der Kostenseite zu sehen.

All-in Fee: Zur Begrenzung der expliziten Kosten kann eine All-in Fee vereinbart werden, mit der eine pauschale Abgeltung der vier Funktionsbereiche erfolgen und die alle eigenen Gebühren des Finanzkonzerns (vgl. Abbildung 2) abdecken soll. Streitpunkt ist hier vielfach der Posten „fremde Gebühren“ bei den Transaktionskosten, die dem Fonds zusätzlich zur All-in Fee belastet werden dürfen. Vielfach wurden Handelsumsätze innerhalb des Finanzkonzerns über ausländische Töchter geleitet, so dass deren Provisionen als „fremde Gebühren“ separat abgerechnet werden konnten. Um dies zu verhindern, wäre eine Zusatzvereinbarung nötig, um die „Auslandsumsätze“ zu begrenzen ... was aber wiederum einen Eingriff in die Anlagestrategie darstellen kann, wenn der Portfolio Manager den Anteil ausländischer Einzelwerte ausbauen und dafür die Dienstleistung ausländischer Broker in Anspruch nehmen will. Auch geht die All-in Fee von einer durchschnittlichen Umsatztätigkeit pro Jahr aus, die für einzelne Anlagestrategien oder auch einzelne Marktphasen zu niedrig kalkuliert sein kann. Eine Lösung zur Begrenzung der impliziten Kosten ist die All-in Fee nicht.

Performanceabhängige Vergütung: Die Beteiligung des Portfolio Managers an seiner Outperformance bei gleichzeitig geringerer Basisvergütung erfreut sich immer größerer Beliebtheit. Zusätzlich zu einer (geringeren) Basisvergütung wird der Portfolio Manager prozentual an der Outperformance gegenüber seiner Benchmark beteiligt. Neben dem Effekt, bei

einer schlechten Performance weniger Management Fee zahlen zu müssen, wirkt eine Performance Fee auch kostendisziplinierend auf den Portfolio Manager. Dieser wird darauf achten, die impliziten Kosten im Griff zu haben, um damit nicht seine (Netto-) Performance zu verschlechtern und damit wiederum seine Verdienstmöglichkeiten zu verringern. Wie schon bei der All-in Fee ist hier auf eine saubere Definition der Rahmenbedingungen, insbesondere der Wahl der Benchmark sowie der Berechnungsweise der (Out-)Performance, zu achten. Auch ist zu klären, wie zusätzliche Restriktionen des Anlegers bei der Berechnung der Performance Fee zu berücksichtigen sind. „Fairness“ ist hier das oberste Gebot: der Manager muss für seine Leistung angemessen vergütet werden. Werden in einzelnen volatilen Marktphasen beispielsweise Wertsicherungskonzepte eingebaut, welche die Handlungsfreiheit des Portfolio Managers einschränken, ist auch eine Anpassung der Performance Fee zu diskutieren. Zu berücksichtigen ist auch, dass in einer negativen Marktphase selbst dann eine relative Outperformance zu honorieren wäre, wenn das Gesamtergebnis negativ ist. Die Wahl der Benchmark wird zu einer zentralen Stellgröße für die faire Vereinbarung einer leistungsorientierten Vergütung.

Verpflichtung auf „Best Execution“: Werden die Transaktionen über einen Dritten (Broker) geleitet, werben viele Häuser für die Einhaltung von „Best Execution“. Hierbei verpflichtet sich der Portfolio Manager, bei der Auswahl des Brokers bestimmte Sorgfaltskriterien einzuhalten, wobei sowohl explizite als auch implizite Kosten mit einbezogen werden. Insbesondere die Stellung von marktgängigen Preisen und Spreads ist ein wichtiges Kriterium. Problematisch für einen Anleger ist die Überprüfung, ob diese Verpflichtung auch gelebt wird. „Sie können natürlich Best Execution vereinbaren. Es stellt sich natürlich die Frage, wie man das eigentlich kontrollieren kann. Das ist ein Problem.“<sup>14</sup> Hier kann eine externe Beurteilung des Investmentprozesses eines Portfolio Managers gute Dienste leisten.

Fee Reconciliation: Bei der Fee Reconciliation bietet beispielsweise ein Custodian an, einen Teil der Transaktionskosten zurück zu erstatten, wenn die entsprechenden Umsätze über das eigene Netzwerk abgewickelt werden konnten und nicht über die Börse bzw. über Dritte geleitet werden mussten.

Mit einer solchen Strategie können implizite Kosten gesenkt werden, da ein Market Impact bei der Abwicklung im eigenen Netzwerk gar nicht erfolgen kann. Als möglicher Nachteil stellt sich die Frage der Marktgerechtigkeitsprüfung. Bietet der Custodian zusätzlich „Best Execution“ für die an Dritte vergebenen Transaktionen an, kann dieses Modell eine interessante Gebührenalternative darstellen.

## Die fünf Märchen der Kostenoptimierung

### Märchen Nr. 1: „Eine Master-KAG ist immer die billigere Variante!“



Es ist richtig, dass die Trennung der Portfolio Management-Funktion von der KAG-Funktion und deren anschließende Zentralisierung ein Einsparpotenzial liefert. Allerdings sollte man nicht von einer generellen Verringerung der Gesamtkosten ausgehen, da zur

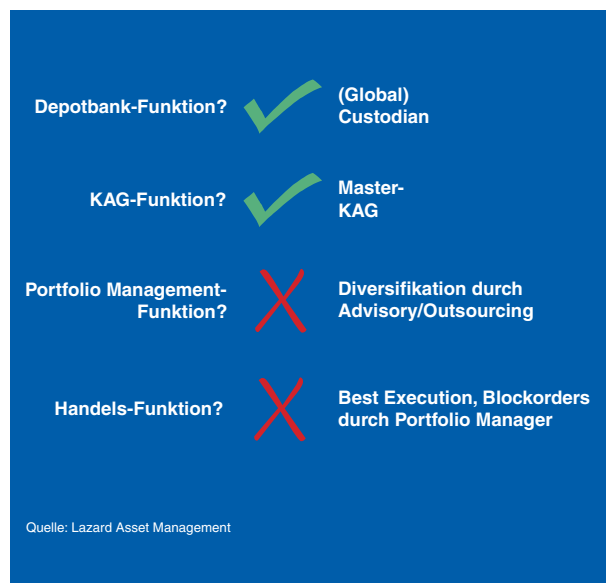
Zeit noch viele parallel verlaufende Prozesse einen gegenüber dem „Hausbank-Prinzip“ insgesamt erhöhten Arbeitsaufwand bedeuten. So ist derzeit eine „Schattenbuchhaltung“ beim Portfolio Manager mit einer doppelten Verbuchung der Transaktionen bei der Master-KAG und beim Portfolio Manager nötig, um ein effizientes Portfolio Management zu gewährleisten. Eine Verringerung der expliziten Kosten kann nur über die Optimierung aller vier Funktionsbereiche erreicht werden; mit einer Redundanz der doppelt anfallenden Arbeiten und Vorgänge kann hier zukünftig noch Raum für geringere Gesamtgebühren geschaffen werden.

### Märchen Nr. 2: „Die Zentralisierung aller Funktionen ist am billigsten!“

Zur Begrenzung der (expliziten) Kosten haben manche Investoren Handel, KAG und Depotbank zusammengelegt. Sämtliche Transaktionen erfolgen über die Master-KAG mit dem Portfolio Manager als Advisor. Abzuwägen ist hier die bessere Kontrolle der expliziten Transaktionskosten gegenüber den impliziten Kosten, die bei einer solchen Lösung steigen könnten. Im Normalfall wird der Portfolio Manager Umschichtungen für alle Portfolios mit einer vergleichbaren Anlagestrategie treffen. Behält

der Portfolio Manager die Kontrolle über die Transaktionen (Portfolio Management wurde als Funktion ausgelagert), wird er die Einzelorders zusammenfassen und somit bei der Transaktion einen Skaleneffekt erzielen. Zusätzlich können Timing und Market Impact besser gesteuert werden. Bei der Advisory-Lösung gibt der Portfolio Manager die jeweiligen Einzelorders bei der jeweiligen Master-KAG auf, wobei jede Einzelorder für sich betrachtet eine geringere Größe hat als die ursprünglich geplante Sammelorder. Zusätzlich wissen die jeweiligen Master-KAGen im Zweifelsfall nichts von einem gemeinsamen Ursprung der Orders, so dass das Bemühen um eine Ausführung der Einzelorders zu einem höheren Market Impact führen sollte, als wenn die Transaktion von einer Hand ausgeführt wird. – Das Beispiel zeigt, dass für jede einzelne Funktion überlegt und entschieden werden muss, ob eine Zusammenlegung dieser Funktion sinnvoll ist (Abbildung 4).

Abbildung 4: Macht die Zentralisierung einzelner Funktionen Sinn?



### Märchen Nr. 3: „Die Management Fee ist der zentrale Kostenfaktor!“

Wie bereits erwähnt, stellen die Transaktionskosten in der Regel einen größeren Kostenblock dar als die Management Fee. Hinzu kommt, dass in der Frage der Netto-Performance die gesamte Kostenthematik nur auf dem dritten Platz in der Reihenfolge der Ertragsbringer steht. „Platzhirsch“ ist und bleibt die strategische Asset Allocation, die je nach Untersu-

chung für bis zu 80 % des individuellen Anlageerfolgs verantwortlich zeichnet. Daran schließt sich die Managerauswahl an, die für relativen Erfolg oder Misserfolg innerhalb der geplanten Anlagekategorie entscheidend ist. Erst danach geht es an die Optimierung der Ergebnisse mittels einer kritischen Überprüfung der Kostenstrukturen. Ein Rentenmandat, das in den letzten dreißig Jahren durchschnittlich netto 6,5 % erwirtschaftet hat, werde ich nicht durch stringentes Kostenmanagement auf netto 8 % hochziehen können; das funktioniert nur über die Ausweitung der Assetklassen und die Auswahl fähiger Manager.

#### **Märchen Nr. 4: „Eine performanceabhängige Vergütung löst alle meine Probleme!“**

Auch die Vereinbarung einer performanceabhängigen Vergütung hat ihre Vor- und Nachteile. Befürworter einer fixen Vergütung argumentieren mit der besseren Kalkulierbarkeit der Vergütung, dem starken Anstieg der Vergütung bei einem richtig guten Ergebnis sowie dem Erfordernis, auch bei einem absolut negativen, aber relativ besseren Ergebnis eine Performance Fee zahlen zu müssen. Wie viele andere Teilvergütungsmodelle auch ist bei der Performance Fee eine saubere, klare und für alle Seiten transparente und faire Vereinbarung eine condition sine qua non. Die Frage der Benchmark erhält zentrale Bedeutung, die Behandlung von zusätzlichen temporären Einschränkungen der Anlagestrategie seitens des Investors muss geklärt sein. So kann es durchaus notwendig werden, mit zwei verschiedenen Benchmarks zu arbeiten: einer Performance-Benchmark, welche die Leistung des Portfolio Managers und somit auch die Höhe der performanceabhängigen Vergütung bewertet, und einer Investor-Benchmark, welche die Ergebnisse des Fonds im Rahmen der Gesamtsteuerung aller Anlagen und Verpflichtungen beurteilt.

#### **Märchen Nr. 5: „Ausländische Anbieter sind immer teurer!“**

Wenn eine Quersubventionierung innerhalb eines Finanzkonzerns nicht möglich ist, wird die Managementvergütung sicherlich optisch höher sein. Entscheidend ist und bleibt aber das Gesamtpaket aus expliziten wie impliziten Kosten und der dafür erbrachten Leistung. Beschränkt auf den Kostenaspekt kann nur eine „echte“ Total Expense Ratio

Aufschluss über die Kostenstruktur geben, wobei selbst dann die Leistung des Managers in Relation zu diesen Kosten gesetzt werden muss. Unter diesem Aspekt wandelt sich die obige Aussage tatsächlich in ein Märchen um, das in dieser Form in der Realität keinen Bestand hat.

## **Fazit**



Die ausschließliche Betrachtung der Kostenseite greift zu kurz, will man als institutioneller Anleger das optimale Preis-Leistungs-Verhältnis für seine Spezialfondsanlagen ermitteln. Bezieht man aufgrund der impliziten Kosten die Performance in diese Fragestellung mit ein, wird ein Vergleich nochmals komplizierter, da eine schlechte Performance nicht unbedingt nur mit einer ungünstigen Kostenstruktur zu tun hat. Letzten Endes muss jeder Investor für sich entscheiden, ob er für seinen Aufwand eine in seinen Augen angemessene Gegenleistung erhält. Billig könnte auch schon mal zu teuer werden, wenn einem günstigen Preis eine unbefriedigende Leistung gegenüber steht. Geiz ist halt nicht immer geil. Die im Titel gestellte „Spieglein“-Frage darf eben nicht mit „Wer ist der Billigste im ganzen Land?“ weitergeführt werden, sondern müsste „Wer ist der für mich Günstigste im ganzen Land?“ lauten. Das Fatale ist: Nur ein Zauberspiegel könnte auf diese Frage sofort eine eindeutige Antwort liefern.

Durch den komplexen Zusammenhang der vielen verschiedenen Kostenfaktoren ist für eine solche Beurteilung eine hohe Transparenz der Kostenstrukturen bei einem Fondsmandat sowie eine offene und faire Kommunikation zwischen allen Beteiligten notwendig. Wo sich Optimierungspotenziale bieten, sollten diese wahrgenommen werden, so lange sie sich nicht negativ auf die wahren Ertragsbringer auswirken. Strategische Asset Allocation und die Auswahl der externen Manager bleiben die wichtigsten Ertragsquellen in der institutionellen Vermögensverwaltung; die Optimierung der Kostenstrukturen ist eine begleitende Maßnahme, sollte und darf aber nicht das Hauptziel des Investors sein.

Es bleibt festzustellen, dass auf dem Weg zu einer erhöhten Transparenz der Kostenstrukturen bei Spezialfondsmandaten noch viel zu tun ist. Potenziale wie Verpflichtung zu Best Execution, Ausweis einer „echten“ Total Expense Ratio sowie die Möglichkeit der externen Beurteilung von Investmentprozessen und Abwicklungsmodalitäten können und sollten bereits heute genutzt werden, um den aktuellen Transparenzanforderungen Rechnung zu tragen. Gleichzeitig wird der Wunsch nach totaler Transparenz zunächst einmal ein Märchen bleiben, weil gerade die impliziten Kosten nur mit einem immensen Aufwand zu quantifizieren und zu verifizieren sind. Dieser Aufwand ist für viele Investoren sicherlich zu groß, diesbezüglich eine ex post-Kontrolle vorzunehmen.

Herausforderung für die Zukunft muss sein, in Zusammenarbeit zwischen Investoren, Portfolio Managern, Depotbanken, Custodians, KAGen, Brokern und sonstigen möglichen Beteiligten transparente, faire und tragfähige Gebührenmodelle zu entwickeln, die für alle Beteiligten eine Win-Win-Situation darstellen. Die Chancen stehen gut, dass dieser Wunsch kein Märchen bleibt ...

## Literaturverzeichnis/Quellenangaben

- <sup>1</sup> Siehe hierzu auch C. Kadner: Master-KAG, Lazard Asset Management, Hintergrund, April 2003.
- <sup>2</sup> Je nach Assetklasse kommt eine Studie der GSC-PPCmetrics auf Spannbreiten bis zu 830 Prozent zwischen dem günstigsten und dem teuersten Anbieter. [www.gscppcmetrics.de](http://www.gscppcmetrics.de).
- <sup>3</sup> I. Narat: Krasse Preisunterschiede prägen das Geschäft mit Spezialfonds, in: Handelsblatt, 23. September 2004, S. 22.
- <sup>4</sup> M. Rodewald/W. Rüppel: Das Ende der All-in-Fee-Pakete rückt näher, in: portfolio institutionell, Ausgabe 4, Juli 2004, S. 29.
- <sup>5</sup> ebenda, S. 35.
- <sup>6</sup> HEISSMANN-Investoren-Studie 2004, S. 65 ff. [www.heissmann.de](http://www.heissmann.de).
- <sup>7</sup> ebenda, S. 67, Abb. 5.16.; eigene Bearbeitung.
- <sup>8</sup> Rodewald/Rüppel, S. 29.
- <sup>9</sup> HEISSMANN, S. 67.
- <sup>10</sup> L. Johanning/J. M. Kleeberg/C. Schlenger: Transaktionskosten und Best Execution im Aktienfondsmanagement, in: Handbuch Asset Allocation, S. 463.
- <sup>11</sup> K. G. Bayer/M. Bayer: Transaktionskostenmanagement – Ein vergessener Erfolgsfaktor im Wertpapiermanagement?, in: Handbuch Portfolio Management, 2. Auflage, S. 793.
- <sup>12</sup> Johanning/Kleeberg/Schlenger, S. 472.
- <sup>13</sup> Johanning/Kleeberg/Schlenger; I. Narat: Unsichtbare Handelskosten werden zu Renditekillern, in: Handelsblatt, 17. Juli 2003, S. 19.
- <sup>14</sup> Interview mit A. Wüerst, Vorstand Kreissparkasse Köln, in: Rodewald/Rüppel, S. 34.

---

**Verfasser: Christoph Kadner**  
Tel.: 069 / 50606 - 143

## **Weitere Lazard Publikationen**

### **Hintergrund Juli 2004**

„Zertifikate – terra incognita“

### **Investment Perspektive III. Quartal 2004**

- Unterhaltungsindustrie
- Öl und Konjunktur

### **Hintergrund August 2004**

„Global Thematic Investment“

### **Hintergrund September 2004**

„Kapitalanlage und Benchmark“

### **Standpunkt Oktober 2004**

„Europäisches Rentenmanagement und Absolute Return“

### **Investment Perspektive IV. Quartal 2004**

- Demografie
- Rabattschlacht in Deutschland





Lazard Asset Management  
(Deutschland) GmbH

[www.lazardnet.de](http://www.lazardnet.de)

Alte Mainzer Gasse 37  
60311 Frankfurt  
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0  
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9  
20354 Hamburg  
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20  
Fax: 040 - 35 72 90 - 29