

Die Kosten im Anlageprozess



Dr. Stephan Skaanes,
CFA, Partner PPCmetrics¹



Dr. Hansruedi Scherer,
Partner PPCmetrics¹

Mit der Publikation einer Studie zu den Vermögensverwaltungskosten hat das BSV dieses Jahr einen wesentlichen Beitrag zur Verbesserung der Transparenz im Kostenbereich geleistet. Gleichzeitig stellen sich neue Fragen. Die Autoren zeigen die massgeblichen Elemente für die Kostenbestimmung auf und erläutern ihre Bedeutung und Wichtigkeit. Aufgrund eigener Untersuchungen liefern sie ergänzende Einsichten über den Zusammenhang zwischen Kosten und Outperformance, welche auch für die Praxis relevant sind.

Die Vermögensverwaltungskosten von Pensionskassen sind aktuell ein vieldiskutiertes Thema. Zu Recht: Hohe Kosten in der Vermögensverwaltung mindern die potenziellen Leistungen der Pensionskassen. Aktuelle Umfragen und Studien, wie bspw. die Studie "Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule" des BSV oder die Swisscanto Umfrage liefern wertvolle Erkenntnisse zu den Kosten in der 2. Säule. Gemäss unserer Erfahrung aus der Praxis ist es aber teilweise schwierig, aufgrund der Datenflut die richtigen Schlussfolgerungen zu ziehen, und oftmals ergeben sich aus den Studien sogar weitere Fragen. Im Folgenden versuchen wir, Antworten auf diejenigen Fragen zum Thema Vermögensverwaltungskosten zu geben, die Pensionskassen am häufigsten beschäftigen:

1. Vermögensverwaltungskosten fallen auf unterschiedlichen Ebenen des Anlageprozesses an. Wo befinden sich die grössten Kostenblöcke?
2. Management Fee, TER, Transaktionskosten ... Besteht hier nicht die Gefahr von Fehlinterpretationen bei der Auswahl von Vermögensverwaltern?
3. Langfristig ist doch vor allem die Performance entscheidend. Gibt es zwischen Kosten und Performance einen Zusammenhang?

Kosten und Ebenen des Anlageprozesses

Ein Anlageprozess ist in unterschiedliche Entscheidungsebenen gegliedert, für die in der Regel auch unterschiedliche Entscheidungsträger verantwortlich sind. Stark vereinfachend können die Ebenen Anlagestrategie, Portfoliostruktur sowie Portfolio-Management unterschieden werden. Eine häufig gestellte Frage ist: Welche dieser Ebenen verursacht die höchsten Kosten?

Ebene Anlagestrategie

Im Rahmen der Anlagestrategie wird die grundsätzliche Aufteilung des Anlagevermögens auf die einzelnen Anlagekategorien festgelegt. Die Strategie beinhaltet die wichtigen Entscheide, welche Anlagekategorien mit welcher Gewichtung zu berücksichtigen sind. Die Anlagestrategie hat einen bedeutenden Einfluss auf die zukünftigen Vermögensverwaltungskosten. Eine Strategie, die sich beispielsweise auf wenige traditionelle Anlagekategorien beschränkt, wird weniger Vermögensverwaltungskosten verursachen als eine sehr granulare Strategie, die auch exotische Anlagekategorien vorsieht. Empirisch gesehen, wird der Anlageerfolg zu 80% bis 90% durch die Anlagestrategie bestimmt. Dies ist auch intuitiv nachvollziehbar. Strategische Entscheide wie etwa die Höhe der Aktienquote oder ob Fremdwährungsrisiken strategisch abgesichert werden oder nicht, haben einen weit grösseren Einfluss auf das Anlageergebnis als bspw. Entscheide auf Ebene der Einzeltitel im Portfolio. Die Anlagestrategie wird in der Regel durch den Stiftungsrat basierend auf einer ALM-Studie bestimmt.

Ebene Portfoliostruktur

Die Portfoliostruktur dient der Umsetzung der Anlagestrategie mittels effektiver Anlageprodukte resp. Vermögensverwaltungsmandate. Auf dieser Ebene muss bspw. entschieden werden, wie viele unterschiedliche Mandate zum Einsatz gelangen sollen und welches Verhältnis an indexierten und aktiven Mandaten anzustreben ist. Ebenfalls gilt

¹ Dr. Stephan Skaanes, CFA, ist Partner der PPCmetrics AG und Lehrbeauftragter der Universität Zürich. Dr. Hansruedi Scherer ist Partner der PPCmetrics AG.

es, professionelle Vermögensverwalter auszuwählen. Die Festlegung der Portfoliostruktur liegt oft im Kompetenzbereich der Anlagekommission. Entscheide auf dieser Ebene können ebenfalls weitreichende Kostenfolgen haben. So bringen bspw. indexierte Mandate einen Kostenvorteil. Durch das systematische Ausschreiben von Mandaten können gemäss unserer Erfahrung ebenfalls erhebliche Kostenvorteile erzielt werden.

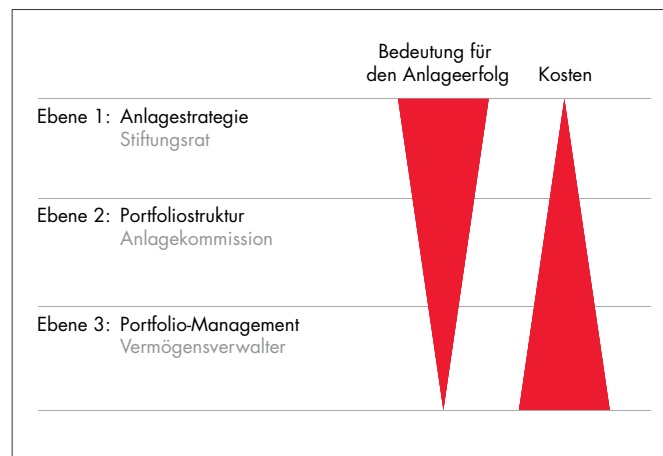
Ebene Portfolio-Management

Im Rahmen des Portfolio-Managements erfolgt die effektive Auswahl von Einzeltiteln (beispielsweise Aktien und Obligationen) durch spezialisierte Vermögensverwalter. Diverse Studien und Erfahrungen aus der Praxis zeigen, dass es auf dieser Ebene sehr schwierig ist, langfristig einen Mehrwert im Vergleich zu den im Rahmen der Anlagestrategie und der Portfoliostruktur vorgegebenen Benchmarks zu erzielen.

Kosten der unterschiedlichen Anlageebenen

Die Kostenstudie des BSV liefert interessante Angaben zu den Kosten, die auf den unterschiedlichen Ebenen des Anlageprozesses anfallen. Die Studie unterscheidet zwischen der Total Expense Ratio (TER) der eingesetzten Vermögensverwaltungsprodukte, den Transaktionskosten und Steuern (TTC) sowie den Vermögensverwaltungskosten im weiteren Sinne (SC). Gemäss Kostenstudie verursacht die TER 73,4% der gesamten Vermögensverwaltungskosten, die TTC tragen weitere 22,2% zu den Kosten bei. Diese beiden Kostenblöcke können der Stufe "Portfolio-Management" zugeordnet werden. Obwohl diese Ebene des Anlageprozesses empirisch gesehen den geringsten Einfluss auf den Anlageerfolg ausübt, werden aktuell 95,6% der Vermögensverwaltungskosten auf dieser Ebene generiert. Die Vermögensverwaltungskosten im weiteren Sinne tragen nur 4,4% zu den totalen Kosten bei. Die Aufwendungen für die Anlagestrategie (subsumiert unter "Beratung und ALM") betragen 0,4% der totalen Vermögensverwaltungskosten. (Quelle: BSV, Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule, Seite 29).

Abbildung 1: Ebenen des Anlageprozesses



Kostenkomponenten

Der Vergleich von Vermögensverwaltungsprodukten ist leider kein einfaches Unterfangen, da innerhalb von Produkten unterschiedliche Kostenkomponenten anfallen. Häufig werden hierbei vereinfachend die folgenden Komponenten unterschieden:

- Die Vermögensverwaltungsgebühr (Management Fee) dient der direkten Entschädigung des Vermögensverwalters. Diese wird in der Regel offen ausgewiesen.
- Innerhalb des Produktes (insbesondere Kollektivanlagen) können weitere Kosten wie bspw. Administrationsgebühren, Kosten für die Depotverwaltung etc. anfallen. Die Summe aus Management Fee und weiteren Gebühren wird meist unter dem Begriff "Total Expense Ratio" (TER) subsumiert.
- Der laufende Handel von Wertschriften verursacht Transaktionskosten, die einen weiteren Kostenblock darstellen.

In der Tabelle sind beispielhaft drei Vermögensverwalter mit einer unterschiedlichen Kostenstruktur dargestellt. Das Beispiel soll die Herausforderung bei der Auswahl von Vermögensverwaltern veranschaulichen.

Tabelle: Beispiele von Kostenkomponenten

Vermögensverwalter	Management Fee	Weitere Kosten (z.B. Administrations-, Depotgebühren usw.)	TER	Transaktionskosten	Total: TER und Transaktionskosten	Netto-Outperformance
A	10 BP	20 BP	30 BP	10 BP	40 BP	0 BP
B	15 BP	5 BP	20 BP	10 BP	30 BP	5 BP
C	15 BP	5 BP	20 BP	30 BP	50 BP	10 BP

Aufgrund der unterschiedlichen Kostenblöcke besteht im gezeigten Beispiel die Gefahr von Fehlentscheiden bei der Auswahl von Vermögensverwaltern:

- Bei einer alleinigen Betrachtung der Management Fee scheint Vermögensverwalter A der günstigste Anbieter zu sein. Vermögensverwalter A weist jedoch den grössten Anteil an versteckten weiteren Kosten auf. Bei einer TER-Betrachtung ist Vermögensverwalter A sogar der teuerste Anbieter!
- Vergleicht man Vermögensverwalter B und C nur im Hinblick auf die Management Fee oder aufgrund der TER, besteht kein Unterschied zwischen den beiden Anbietern.
- Werden die Transaktionskosten als weiterer Kostenblock betrachtet, ist ersichtlich, dass Vermögensverwalter C deutlich höhere Transaktionskosten aufweist. TER plus Transaktionskosten ergeben bei Vermögensverwalter B einen Wert von 30 BP und bei Vermögensverwalter C von 50 BP. Bei einer solchen ausschliesslich kostenorientierten Überlegung wäre Vermögensverwalter B klar zu bevorzugen.
- Tiefe Transaktionskosten allein sind bei einem aktiven Vermögensverwalter noch kein Qualitätsmerkmal. Insbesondere gilt es, die Struktur und den Anlagestil zu berücksichtigen. So sind bspw. die Handelskosten bei Small Caps oder bei Emerging Markets deutlich höher als diejenigen von liquiden grosskapitalisierten Werten. Aber gerade eine erfolgreiche Titelauswahl in den genannten Marktsegmenten ist oftmals entscheidend für eine all-fällige Outperformance. Im gezeigten Beispiel weist Vermögensverwalter C die höchsten Transaktionskosten auf. Offensichtlich generierten diese jedoch einen Mehrwert, der sich in der höheren Netto-Outperformance (Outperformance nach Kosten) von Vermögensverwalter C im Vergleich zu Vermögensverwalter B niederschlägt.²

² Von einer Wahl von Vermögensverwalter C nur aufgrund der höchsten Netto-Outperformance ist abzuraten, da zuerst überprüft werden müsste, ob die Performance auch bei einer risikobereinigten Betrachtung angemessen ist (Prüfung, ob die Netto-Outperformance allenfalls nur durch das Eingehen von hohen systematischen Risiken erzielt wurde).

Aufgrund des Beispiels können folgende Schlussfolgerungen gezogen werden:

1. Eine alleinige Kostenbetrachtung kann bei der Auswahl von Vermögensverwaltern zu Fehlentscheiden führen. Insbesondere zeigt die Management Fee nicht die ganze Kostenwahrheit. Gemäss unserer Einschätzung kann aber erfreulicherweise festgestellt werden, dass die Produktanbieter vermehrt der geforderten Kostentransparenz nachkommen. Insbesondere werden bspw. vermehrt Fondstranchen angeboten, bei welchen innerhalb des Produktes keine versteckten Kosten anfallen und sämtliche Kosten durch die Management Fee abgedeckt sind.
2. Es empfiehlt sich, Transaktionskosten zusammen mit der erzielten Outperformance und unter Berücksichtigung des Anlagestils zu bewerten. Auch hier lässt sich ein Trend zur Kostentransparenz feststellen. Bei den meisten Vermögensverwaltern beinhaltet die Management Fee (im Sinne einer "All-in Fee") die eigenen Transaktionskosten. Somit wird ein Interessenkonflikt vermieden, da der Vermögensverwalter nicht auch noch am Handel mitverdient. Bezüglich der verbleibenden fremden Transaktionskosten (bspw. externes Brokerage) und der Steuern besteht zwischen dem Vermögensverwalter und dem Anleger Interessengleichheit.

Zusammenhang zwischen Kosten und Performance

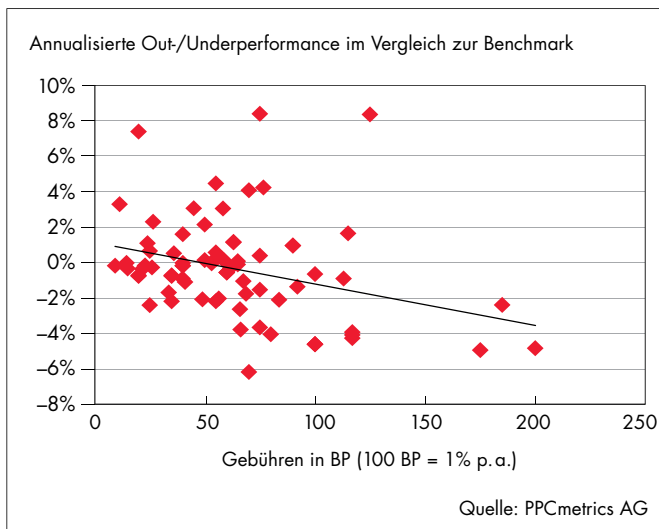
Langfristig ist das Ziel des aktiven Portfolio-Managements, eine Outperformance nach Kosten zu erzielen. Bei einer guten Anlageleistung können entsprechende Kosten gerechtfertigt werden und vice versa. Entsprechend häufig wird die Frage gestellt, ob zwischen den Kosten und der Performance ein Zusammenhang besteht.

In der Kostenstudie des BSV wurde ein negativer Zusammenhang zwischen der absoluten Nettoanlagerendite und den Vermögensverwaltungskosten in der Zeitperiode 2005–2009 festgestellt. Diese Berechnung wurde zu Recht kritisiert, da die absolute Nettorendite vor allem durch die Markttrendite der unterschiedlichen Anlagekategorien in der jeweiligen Zeitperiode beeinflusst wird. Wenn in einer Zeitperiode "günstig" umsetzbare Anlagekategorien (wie bspw. Schweizer Obligationen) eine hohe Performance ausweisen, resultiert ein negativer Zusammenhang zwischen Gebühren und absoluter Performance und vice versa.

Aussagekräftiger ist ein Vergleich zwischen der Out- resp. Underperformance und den Vermögensverwaltungsgebühren. Beim aktiven Portfolio-Management wird der Vermögensverwalter dafür entschädigt, eine bessere Performance zu erzielen als die vorgegebene Benchmark. Die Outperformance kann als eigentliche Leistung der aktiven Vermögensverwalter bezeichnet werden. Die Outperformance ist abhängig von den Fähigkeiten der Vermögensverwalter und wird deshalb durch die Zeitperiode weniger beeinflusst. In der Abbildung 2 ist der Zusammenhang zwischen der Out- (oder Under-)Performance und den Gebühren von 76 aktiven Aktienmandaten in den letzten drei Jahren ersichtlich. Unsere Berechnungen ergaben einen signifikant negativen Zusammenhang zwischen der Outperformance und den Kosten der aktiven Aktienmandate.

Es ist somit sinnvoll, bei der Auswahl der aktiven Aktienmandate den Kosten einen gebührenden Stellenwert beizumessen.

Abbildung 2: Zusammenhang zwischen Gebühren und Outperformance von aktiven Aktienmandaten in den letzten drei Jahren



Erkenntnisse

Die wichtigsten Erkenntnisse aus der Beantwortung obiger Fragen können wie folgt zusammengefasst werden:

Die unterschiedlichen Ebenen des Anlageprozesses (Anlagestrategie, Portfoliostruktur und Portfolio-Management) verursachen unterschiedliche Kosten. Empirisch gesehen hat die Anlagestrategie den grössten Einfluss auf den zukünftigen Anlageerfolg. Der mit Abstand grösste Kostentreiber ist jedoch nicht die Festlegung der Anlagestrategie, sondern das Portfolio-Management mit einem Anteil von über 90% an den gesamten Vermögensverwaltungskosten.

Das Vorhandensein unterschiedlicher Kostenkomponenten erschwert faire Vergleiche zwischen Vermögensverwaltern. Eine alleinige Kostenbetrachtung kann zu Fehlentscheidungen führen. Insbesondere die Transaktionskosten sind unter Berücksichtigung der erzielten Performance zu betrachten. Erfreulich ist der Trend zu vermehrter Kostentransparenz für institutionelle Anleger wie Produkte, die auf versteckte Gebühren verzichten, sowie Gebührenmodelle, die Interessenkonflikte vermeiden.

Bei einer Untersuchung von 76 aktiven Aktienmandaten zeigt sich ein signifikant negativer Zusammenhang zwischen Kosten und Outperformance. Tendenziell gelang es den teuren Anbietern nicht, eine systematisch höhere Outperformance zu erzielen. Es lohnt sich somit, bei der Auswahl von Vermögensverwaltern neben den qualitativen Aspekten (bspw. Personen und Prozesse) sowie der Performance auch den Kosten eine grosse Bedeutung beizumessen.