

Die Fondskosten

Von Matthias Weber

Wer 1 Mio. Fr. während zwanzig Jahren mit 10% Bruttoperformance in den Aktienmarkt investiert, zahlt bei 2% Kosten 1 Mio. Fr. mehr als wenn die Kosten 1% betragen. Er verliert so 40 statt 20% seines Bruttogewinns. Es bleibt die Frage, was der Anleger als Gegenleistung für die Kosten erhält: Bekanntlich ist Alpha – jener Teil der Wertentwicklung, die auf der Leistung und dem Know-how des Fondsmanagers beruht – ein rares Gut. Dementsprechend teuer ist es und darf es auch sein. Je stabiler dieses Alpha, desto wertvoller ist es, und je erfolgreicher ein Anleger in der Identifikation möglicher Alpha-Produzenten, desto höhere Kosten kann er tolerieren.

Die Kosten lassen sich in die fixen Kosten für Revision und Pflichtpublikation, die transaktionsabhängigen Kosten und die bestandesabhängigen Kosten für Depotbank, Fondsmanagement und Vertrieb unterteilen. Die Fixkosten von rund 30 000 Fr. sind nur bei Kleinstfonds relevant. Bei den Transaktionskosten können grosse Fondsanbieter Skalenerträge erzielen. Die Depotbankentschädigung schlägt mit zehn bis zwanzig Basispunkten zu Buche, während die Kosten für Management und Vertrieb mit 50 bis (bei erfolgsabhängigen Modellen) über 500 Basispunkten von zentraler Bedeutung sind.

Erfolgsabhängig

Kahn, Scanlan und Siegel haben die Vor- und Nachteile von Gebührenmodellen untersucht: Zentral ist die Frage, ob Gebühren fix vom Bestand oder auch von der Performance abhängen sollen. Fixe Gebühren haben für Fondsanbieter wie Anleger den Vorteil einer genaueren Budgetierung. Bei schlechten Ergebnissen hat der Anleger jedoch zu viel bezahlt. Oft hält er dann zu lange an diesen erfolglosen Fonds fest, um die Verluste wieder gutzumachen. Ist ein Fonds hingegen günstig, wird die Fondsgesellschaft entweder ein hohes Volumen anstreben, was das Alpha verwässern kann, oder sie vernachlässigt den für sie unattraktiven Fonds, indem sie etwa ihre schwächeren Fondsmanager dem Fonds zuordnet.

Erfolgsabhängige Modelle reduzieren auf den ersten Blick die Interessenkonflikte zwischen Anleger und Fondsanbieter: Das Ergebnis des Fondsanbieters ist sehr direkt von der Performance abhängig; für den Anleger sind bei schwacher Performance die Kosten tiefer, die Verluste werden abgedeckt. Entsprechend kann der Anleger riskantere Fonds mit höherem Tracking Error auswählen, denn er teilt das Risiko mit dem Fondsmanager.

Elton, Gruber und Blake stellen für US-Aktienfonds mit erfolgsabhängigen Gebührenmodellen ein höheres Alpha fest als bei fixen Modellen. Dies allerdings bei erhöhtem Risiko, vor allem nach einer Phase schwacher Performance: Steht ein

Manager mit seiner Performance unter Wasser, muss er erst den Verlust wieder aufholen, bevor er erneut eine Performancegebühr abrechnen kann. Entweder erhöht er nun das Risiko und damit die Wahrscheinlichkeit auf einen Erfolg (im Prinzip hält er eine Call-Option auf die Outperformance) oder er liquidiert den Fonds und startet einen neuen, mit dem er sofort wieder Performancegebühren verrechnen kann. Umgekehrt ist ein zuletzt sehr erfolgreicher Manager versucht, das Risiko abzubauen und seine Gewinne abzusichern, was gerade für neu eintretende Anleger unattraktiv ist.

Highwatermark

Wichtig ist die Berechnungsformel: Absolut oder relativ, mit oder ohne Highwatermark? Ist ein Manager grundsätzlich voll in den Aktienmarkt investiert, so sollte er relativ zu diesem Markt gemessen werden. Wobei zu untersuchen bleibt, ob er tatsächlich ein Alpha erzielt oder die Outperformance einfach über ein erhöhtes Beta (jener Teil der Performance, der auf der Marktentwicklung beruht) produziert.

Einige Aktienfonds basieren ihre Performancegebühr auf der absoluten Performance: Sofern sie mit ihrem Ansatz nicht tatsächlich Verluste vermeiden können scheint das problematisch. Letztlich gilt es aber die erwarteten Gesamtkosten abzuschätzen: Ein Aktienfonds mit 1% fixer Gebühr und 10% absoluter Performancegebühr ist bei langfristiger Performance von jährlich 10% gleich teuer wie ein Fonds mit 2% fixer Gebühr – sofern eine Highwatermark angewendet wird. Ohne Highwatermark wird es teurer: Beginnt die Berechnung in jedem Kalenderjahr bei null, so hätte ein SPI-Trackerfonds mit einer Performancegebühr von 10% über die letzten zwanzig Jahre jährlich 34 Basispunkte mehr gekostet als derselbe Fonds mit Highwatermark.

Grundsätzlich sollte sich die Managementgebühr am Alpha-Potenzial orientieren: Je aktiver der Fonds verwaltet wird und je grösser das Vertrauen in die Fähigkeiten des Managers, desto höhere Kosten können toleriert werden. Arbeitet der Fonds mit einer performanceabhängigen Gebühr, so notiert der Preis im Idealfall 15 bis 25% unter dem Höchst, was die Kosten tief hält und für die Motivation des Fondsmanagers gerade noch tragbar ist. Wendet der Fonds keine Highwatermark an, ist eine detaillierte Kostenanalyse zwingend. Nur wenn der Fonds bei anderen Auswahlkriterien umso besser abschneidet, bleibt er von Interesse.

Matthias Weber ist Partner der Ifund Services, Zürich. Die im Jahr 2000 gegründete Ifund Services bietet institutionellen Anlegern massgeschneiderte Lösungen im Bereich Anlagefonds an, zum Beispiel Fondsresearch. Die ersten sechs Folgen der Serie über das wissenschaftliche Fondsresearch sind in FuW Nr. 69, 73, 79, 83, 89 und 96 erschienen.