

Das Fondsvolumen

Von Matthias Weber

Je grösser ein Fonds, desto geringer das aktive Management. Zwar gibt es eine beträchtliche Streuung, aber gemäss Cremers und Petajisto sinkt bei amerikanischen Aktienfonds tatsächlich die Aktivquote mit zunehmendem Fondsvolumen. Die kleinsten 20% aller Anlagefonds übertreffen die grössten 20% in der Performance um 1 bis 1,7% pro Jahr – der Effekt ist also durchaus relevant. Betroffen sind vor allem die Small-Cap-Fonds, während im Bereich der Large-Cap-Vehikel dieser Effekt erst bei einem Fondsvolumen über 1 Mrd. \$ spürbar wird.

Je grösser ein Fonds in Relation zum Markt, desto grösser sein Einfluss auf die Marktpreise. Bei Käufen treibt er die Kurse hoch und bei Verkäufen runter; er kauft zu teuer und verkauft zu billig. Diesem Effekt könnte der Fondsmanager ausweichen, indem er mit zunehmendem Fondsvolumen mehr Ideen generiert und so das Volumen in den einzelnen Positionen tief hält. Mehr Ideen bedingen aber meist mehr Mitarbeiter. Die Verarbeitung von Informationen wird damit sehr anspruchsvoll, weiche Informationen geraten gegenüber harten Fakten ins Hintertreffen, das Alpha nimmt ab.

Rein quantitativ verwaltete Fonds dürften zwar grundsätzlich höhere Volumen verkraften, sind aber auch nicht beliebig skalierbar: Die Anzahl generierter Ideen mag gross sein, lässt sich aber mit zunehmendem Volumen nicht wirklich steigern, ohne das Modell anzupassen.

Maximales absolutes Alpha

Berk und Green sehen folgenden Zusammenhang zwischen Fondsvolumen und Alpha: Ein Fondsmanager strebt nach der Maximierung seines absoluten Alphas gemessen in Franken und nicht etwa seines relativen Alphas gemessen in Prozent. Er maximiert also nicht den Nutzen eines einzelnen Anlegers, indem er eine möglichst hohe Überperformance anstrebt, sondern den Gesamtnutzen des Fonds gemessen in Millionen Franken Mehrwert, den er erzielt.

Sobald ein Manager erkennt, dass er zusätzliches Geld nicht mehr erfolversprechend anlegen kann, geht er mit Zuflüssen keine neuen Risiken mehr ein, kauft den Index und verwässert entsprechend das Alpha. Viele Fonds werden zwar bei einem zu hohen Zufluss für Neugelder geschlossen, aber eben erst dann, wenn sich das absolute Alpha nicht mehr steigern lässt. Gemäss dieser Theorie lässt sich übrigens die Fondsgesellschaft dieses absolute Alpha in Form von Gebühren vollständig an sich selbst auszahlen.

Wo liegt nun die optimale Fondsgrösse? Sehr kleine Gefässe sind genauso problematisch wie sehr grosse. Kleinstfonds kämpfen mit hohen Fixkosten für Revision, Gebühren an die Aufsichtsbehörden oder Pflichtmitteilungen an die Anleger. Ausserdem sind die Transaktionskosten oft sehr hoch, wenn nicht nur das Vehikel selbst klein ist, sondern auch die Fondsfamilie, zu der es gehört, ein geringes Gesamtvolumen aufweist. In diesem Fall ist die Verhandlungsposition gegenüber der Handelsabteilung der Bank schwach.

Die Kosten für Wertschriften- und Devisentransaktionen fallen hoch aus, gleichzeitig ist der Ertrag aus der Wertschriftenleihe marginal. Während ein Kleinstfonds mit Kosten von 50 bis 150 Basispunkten pro Trade arbeitet, können die grossen Players im Fondsgeschäft Transaktionskosten von weniger als fünf Basispunkten erzielen. Als Faustregel kann ein Fondsvolumen von 100 Mio. Fr. als untere Grenze für ein optimales Management gesehen werden.

Megafonds

Nach oben hängt die Grenze einerseits vom Markt und andererseits vom Ansatz des Fondsmanagers ab. Problematisch sind wenig liquide Märkte wie Nebenwerte, Schwellenländer und Hochzins- oder Wandelanleihen. Grössere Volumen verkraften Manager, die mit einem tiefen Portfolioumschlag und einer breiten Diversifikation arbeiten. Allerdings müssen in der Analyse des Volumens auch mit dem betrachteten Fonds verwandte Produkte berücksichtigt werden. Oft existieren Klone in Form von Fonds oder Einzelmandaten für britische, französische oder amerikanische Kunden. Vorsicht ist beispielsweise geboten, wenn das US-Original für Neugelder geschlossen ist, während das Europa-Pendant mit höheren Gebühren geöffnet bleibt.

Für jede Kombination von Anlageansatz und Markt gibt es einen Bereich optimaler Fondsgrösse. Diesen Bereich zu kennen, ist wichtig für die Investoren: Erstens ist der Einfluss der Fondsgrösse tatsächlich relevant für die Performance, und zweitens verfolgt die Fondsgesellschaft mit der Maximierung des absoluten Alphas ein Ziel, das sich nur bedingt mit dem Ziel der Anleger deckt.

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