

Managementgebühren und Transaktionskosten im institutionellen Asset Management

von Marc Becker/ Christian Funke/ Lutz Johanning/ Matthias Stemme

1. Einleitung und Überblick
2. Managementgebühren
3. Transaktionskosten
4. Fazit

1. Einleitung und Überblick

Die Zeit nach der Finanzkrise ist durch ein starkes Volumenwachstum von Exchange Traded Funds (ETFs) gekennzeichnet. Diese Marktentwicklung ist eine Folge davon, dass viele aktive Fonds in der Krise ihre Benchmarks nicht haben schlagen können. Als eine Ursache für das schlechtere Abschneiden dieser Fonds werden häufig die höheren Kosten des aktiven Portfoliomanagements angeführt. Einerseits sind die Kosten für die aktive Informationssuche und -auswertung höher als für die passive Nachbildung von Indizes, andererseits sind auch die mit dem An- und Verkauf der Vermögenswerte verbundenen Transaktionskosten wie Brokergebühren und der Preiseinfluss (Price oder auch Market Impact genannt) bei aktiven Fonds i.d.R. größer als bei passiven Fonds.

Die Managementgebühren eines Spezialfonds sind vor Abschluss eines Fondsvertrags Gegenstand der Verhandlungen, damit komplett transparent und dem Anleger bekannt. Transaktionskosten sind dagegen typischerweise intransparent und stehen erst nach den Wertpapiertransaktionen fest, sie können also nur ex post gemessen werden. Im Fondsvertrag findet sich deshalb i.d.R. nur ein Passus zur Best Execution-Politik, die auf eine bestmögliche Ausführung der Wertpapierorders im Interesse des Anlegers ausgerichtet ist.¹ Typischerweise sind diese Regeln wenig konkret und lassen den Entscheidungsträgern erhebliche Spielräume bei der Gestaltung der Wertpapiertransaktionen.

Die Intransparenz von Transaktionskosten hat auf dem deutschen Spezialfondsmarkt in vielen Fällen eine Quersubventionierung der ‚sichtbaren‘ Managementgebühren hervorgerufen. Asset Management-Gesellschaften, deren Mutterbank bis vor einigen Jahren in den meisten Fällen auch die Depotbank war, hatten die Verwaltungsgebühren gesenkt, so dass diese teilweise nicht mehr die Managementkosten decken konnten. Gleichzeitig wurde ein großer Teil der Wertpapieran- und -verkäufe über die Handelsabteilung der Mutterbank abgewickelt. Handelsgebühren fielen dann bei der Mutterbank als Kommissionserträge an und ermöglichen eine Quersubventionierung der Asset Management-Tochter.

Auch wenn diese Strukturen, die unter dem Stichwort ‚Depotbankabhängigkeit‘ der Asset Management-Gesellschaften diskutiert werden, im Lauf der letzten zehn Jahre zunehmend aufgeweicht wurden, sind die Folgen im deutschen institutionellen Fondsgeschäft immer noch vorzufinden. Einerseits wird nach wie vor ein hoher Anteil an Wertpapierorders über Mutterbanken ausgeführt, andererseits fällt es den Fondsanbieter

¹ Vgl. ähnlich auch die BVI-Wohlverhaltensregeln vom Januar 2010.

tern schwer, die historisch niedrigeren Managementgebühren auf ein angemessenes, kostendeckendes Niveau zu erhöhen.²

Die bisherigen Ausführungen verdeutlichen die Notwendigkeit einer Analyse der Managementgebühren und Transaktionskosten im institutionellen Asset Management. Eine solche Untersuchung kann einen Beitrag zur effizienten Vergütung des Managements und der Wertpapiertransaktionen und damit zur Performanceoptimierung leisten. Nachfolgend wird unter effizienter Vergütung nicht die reine Minimierung der Kosten, sondern die adäquate Vergütung der verschiedenen Dienstleistungen wie Fondsmanagement und Orderausführung verstanden. Transaktionskosten fallen bei allen An- und Verkäufen von Vermögenswerten im Rahmen des institutionellen Asset Management an, Managementgebühren entstehen dagegen nur dann, wenn eine Fondsgesellschaft oder ein Vermögensverwalter mit der Vermögensverwaltung in einem Spezialfonds, einem institutionellen Publikumsfonds oder einer freien Vermögensverwaltung beauftragt wird.

Neben den Managementgebühren und den Transaktionskosten fallen im institutionellen Asset Management zudem Kosten für die Verwahrung der Anteilsscheine und die Bearbeitung von Zins- und Dividendenzahlungen an. Diese Depotgebühren liegen zwischen fünf und zehn Basispunkten (BP) des Fondsvolumens und sind nicht Gegenstand der nachfolgenden Untersuchung.

In Kapitel 2 werden die Strukturen der Managementvergütung im institutionellen Asset Management analysiert. Dazu werden die Ergebnisse theoretischer Arbeiten zur Anreizgestaltung im Fondsmanagement vorgestellt, ein Überblick über Vergütungsstrukturen in der Praxis gegeben und Implikationen abgeleitet. Das Kapitel 3 widmet sich der Analyse der Transaktionskosten. Es werden die Ergebnisse verschiedener Untersuchungen zu den Gesamtkosten und Kostenbestandteilen präsentiert sowie einfache Regeln für ein effizientes Transaktionskostenmanagement abgeleitet. Der Aufsatz schließt in Kapitel 4 mit einem Fazit.

² Vgl. Mössle (2008).

2. Managementgebühren

Überblick

Die Managementgebühr ist der transparenteste Kostenfaktor im Fondsmanagement. Der Asset Manager erhält eine Gebühr für die Beratung und Umsetzung der Anlagestrategie sowie zur Deckung der laufenden Kosten. Die absolute Höhe der Managementgebühren hängt von dem einem Fonds zugrunde liegenden Basiswert (Assetklassen), der Anlagephilosophie (aktiv versus passiv) sowie der Höhe der ‚Assets under Management‘ ab. Managementgebühren können fix oder erfolgsabhängig vereinbart werden³. Die fixe Vergütung berechnet sich i.d.R. aus einem festen Prozentsatz des aktuellen Fondsvolumens. Damit können Fondszu- und -abflüsse, die häufig stark von der erzielten Vorjahresrendite abhängen, die Einnahmen des Asset Managers erheblich beeinflussen. Somit entfalten grundsätzlich auch fixe Vergütungsstrukturen einen Anreiz für den Fondsmanager, eine möglichst gute Performance zu erzielen.

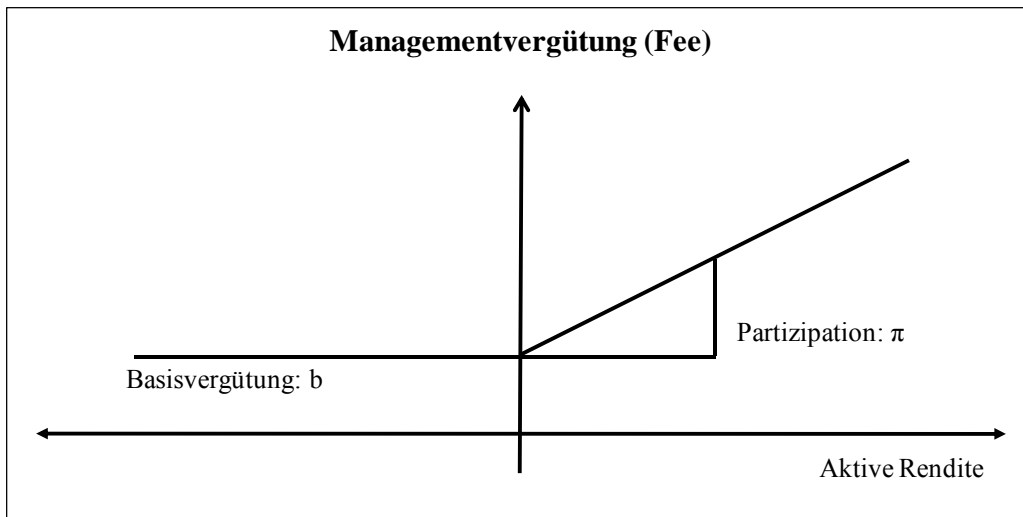


Abbildung 1: Schematische Darstellung der erfolgsabhängigen Vergütung⁴

Die erfolgsabhängigen Managementgebühren (Performance Fees) unterteilen sich i.d.R. in eine feste, reduzierte Basisvergütung und eine von der erzielten Rendite erfolgsabhängige Vergütung (siehe Abbildung 1). Die Performance Fee kann in Bezug

³ Siehe hierzu auch den Beitrag von Schweiggel/ Schmidt-von Rhein in diesem Handbuch.

⁴ Vgl. Kleeberg/ Billmann/ Hertlein (2008), S. 197.

auf die Bemessungsgrundlage (absolute versus relative Rendite), den Zeithorizont, auf den sich die Vergütung bezieht, und die Partizipationsrate π ausgestaltet werden. Die Partizipationsrate gibt an, in welchem Umfang der Asset Manager an der Wertentwicklung des von ihm geführten Portfolios partizipieren soll. Bei einer uneingeschränkten Gewinn- und Verlustbeteiligung kann der Asset Manager in gleichem Maße Geld verdienen und verlieren (symmetrische Vergütungsstruktur). Bei einer wie in Abbildung 1 dargestellten asymmetrischen Vergütung werden Gewinnober- und/ oder Verlustuntergrenzen festgelegt. Häufig werden auch High Watermarks vereinbart. Bei einer High Watermark wird erst dann eine variable Vergütung gezahlt, wenn ehemalige Höchstkurse des Fonds überschritten wurden. High Watermarks ermöglichen somit eine erweiterte Verlustpartizipation.

Die Prinzipal-Agenten-Problematik im institutionellen Asset Management

Im institutionellen Asset Management besteht eine klassische Prinzipal-Agenten Problematik.⁵ Ein externer Asset Manager (Agent) tritt als Vermögensverwalter für institutionelle Kunden (Prinzipal) auf. Während der Asset Manager eine Gebühr als Gegenleistung für die Beratungs- oder Managementleistung erhält, profitieren die Investoren insbesondere von der Investmentexpertise der Berater/Manager. Vorteile in der Verarbeitung von investimentrelevanten Informationen, kostengünstigere Diversifikationsmöglichkeiten, geringe Transaktionskosten sowie Skaleneffekte sind zusätzliche Gründe für institutionelle Anleger, einen externen Asset Manager zu engagieren.

Ein solches Geschäftsverhältnis birgt aber auch potenzielle Interessenskonflikte zwischen den Parteien. Während das Interesse der Anleger in der Maximierung der risikoadjustierten Rendite liegt, können die Asset Manager das Ziel der eigenen Nutzenmaximierung verfolgen, beispielsweise den Aufwand und mit dem Fondsmanagement verbundene Kosten minimieren. Die Problematik divergierender Interessen wird durch inhärente Informationsasymmetrien zwischen den Investoren und den Fondsmanagern weiter verschärft, denn die Investoren können die Aktivitäten des Fondsmanagers typischerweise nicht vollständig kontrollieren, sondern nur ex post das Risiko und die erzielte Rendite messen. Performanceabhängige Vergütungen sollen zur Angleichung der Interessen von Anleger und Fondsmanager beitragen.

⁵ Vgl. Ross (1973) und Jensen/ Meckling (1976).

Vergütungsverträge aus modelltheoretischer Sicht

Performanceabhängige Vergütungen im Asset Management sind Gegenstand vieler wissenschaftlicher Arbeiten. Im Folgenden werden verschiedene modelltheoretische Ansätze diskutiert. Dabei liegt der Fokus auf zwei zentralen Fragestellungen:

1. Welche Vergütungsstrukturen ermöglichen Anlegern das Ziel der Erreichung maximaler Renditen?
2. Wie wirken diese Vergütungsstrukturen auf das Verhalten der Asset Manager und insbesondere auf das Portfoliorisiko?

MAUG/ NAIK (1996) betrachten ein einfaches Modell, in dem der Manager imperfekte, private Informationen über riskante Aktienrenditen besitzt und das Portfolio erst nach der Betrachtung einer Benchmark bestimmt. Die Autoren zeigen, dass unter diesen Voraussetzungen der optimale Vergütungsvertrag immer eine relative Performancekomponente enthalten muss. Die Entlohnung des Portfoliomanagers steigt mit seiner eigenen Performance und fällt mit der Performance der Benchmark. Demnach sollten Managementgebühren an die relative Performance gekoppelt sein und sich nicht an der absoluten Rendite orientieren.⁶

KAPUR/ TIMMERMANN (1999) untersuchen das Verhalten der Portfoliomanager bei einer relativen Performancevergütung. Sie zeigen, dass relative Performancevergütungen Anreize für die Asset Manager setzen, den Arbeitsaufwand zu maximieren.

In dem Einperioden-Modell von BHATTACHARYA/ PFLEIDERER (1985) mit einem risikolosen Asset und einem riskanten Asset besteht die optimale Vergütungsstruktur aus einer konvexen Funktion der Differenz zwischen der Ex Post-Rendite der risiko-reichen Anlage und der vom Asset Manager prognostizierten Rendite. Ein solcher Vertrag veranlasst den Asset Manager, Informationen über seine erwarteten Renditen offenzulegen.

STARKS (1987) vergleicht den Nutzen symmetrischer Performance Fees mit in der Praxis vorzufindenden Bonusverträgen (asymmetrische Vergütungsstruktur), die eine fixe Komponente (Basisvergütung in Form einer vom Fondsvolumen abhängigen Größe) und einen Bonus für die Outperformance einer Benchmark beinhalten (siehe Abbildung 1). STARKS (1987) zeigt, dass die Prinzipal-Agenten-Problematik zwar nicht vollständig gelöst wird, Vergütungssysteme mit symmetrischen Performance Fees aber förderlicher sind als die in der Praxis vorherrschenden Bonusverträge.

⁶ Zu einem ähnlichen Ergebnis kommen auch Dybvig et al. (2010), die basierend auf ihren Annahmen zeigen, dass der optimale Vertrag Performance-basierte Elemente enthält, die auf eine Benchmark abzielen.

In einem Modell mit mehreren Assets stellen DAS/ SUNDARAM (1998) fest, dass performanceabhängige Vergütungsmodelle tatsächlich zu einem erhöhtem Portfoliorisiko führen. Auch GRINBLATT/ TITTMAN (1989), GOETZMANN ET AL. (1997) und ROSS/ TURNER (1999) zeigen, dass der Wert eines erfolgsabhängigen Vertrages mit der Varianz des Portfolios steigt.⁷ Daraus ergibt sich ein direkter Anreiz für den Asset Manager, das Risiko des Portfolios zu erhöhen. DYBVIK ET AL. (2010) fordern, dass die Auswahl der Anlageprodukte bei der Portfoliobildung begrenzt werden sollte, um das Risikoverhalten der Asset Manager besser kontrollieren zu können.

Basierend auf den modelltheoretischen Ergebnissen lässt sich zusammenfassen, dass ein optimaler Vergütungsvertrag zwischen Asset Manager und Investor eine Gewinnbeteiligung beinhalten sollte, um die Interessen der beiden Parteien bezüglich der Renditemaximierung anzugleichen. Zudem sind explizite Investmentrestriktionen zur Vermeidung einer exzessiven, aber unerwünschten Risikoaufnahme der Portfoliomanager notwendig.

Vergütungsverträge aus empirischer Sicht

Die empirische Evidenz zu den Auswirkungen der Vergütungsstruktur auf das Verhalten der Portfoliomanager konzentriert sich aus Datenverfügbarkeitsgründen auf den US-Markt. ELTON ET AL. (2003) untersuchen den Einfluss der Vergütungsstruktur auf das Verhalten von Portfoliomanagern für Investmentfonds mit Performance Fees. Die empirische Analyse bestätigt, dass Investmentfonds mit erfolgsabhängiger Vergütung eine signifikant höhere risikoadjustierte Rendite als Fonds ohne Performance Fees aufweisen. Zudem zeigen die Autoren, dass die Kosten eines Fonds mit erfolgsabhängiger Vergütung deutlich geringer sind, diese aber auch ein höheres Risiko aufweisen.

In der empirischen Studie von GOLEC/ STARKS (2004) wird die Reaktion von Asset Managern auf das staatliche Verbot von asymmetrischen Vergütungsstrukturen für Investmentfonds in den USA analysiert und festgestellt, dass das Risiko relativ gesunken ist.⁸ BROWN ET AL. (1996) stellen ein „Turnierverhalten“ von Investmentfonds fest: Fonds, die im ersten Halbjahr eine vergleichsweise geringe Performance aufweisen (Halbjahres-Verlierer), erhöhen im zweiten Halbjahr ihr Risiko, um damit die Wahrscheinlichkeit zu erhöhen, ihre Underperformance wieder aufholen zu können.

⁷ Die Autoren zeigen, dass eine erfolgsabhängige Entlohnungsstruktur einer Bezugsoption ähnelt, dessen Wert mit der Volatilität steigt.

⁸ Die US-Regierung hat 1971 ein Gesetz verabschiedet, das asymmetrische Performancevergütungen für Publikumsfonds untersagt. Solche Fonds dürfen nur symmetrische Performancevergütungen vereinbaren.

Die empirischen Ergebnisse bestätigen somit in der Summe die theoretisch erarbeiteten Ergebnisse. Performanceabhängige Vergütungen induzieren im Vergleich zu Fonds mit reiner volumensabhängigen Entlohnung eine höhere Rendite, senken die Kosten, führen aber auch zu einem erhöhten Risiko.

Vergütungsstruktur im institutionellen Asset Management

Die Literatur über Struktur und Höhe von Fondsvergütungen ist dünn. Nachfolgend stellen wir die Ergebnisse einiger Praxisstudien dar.

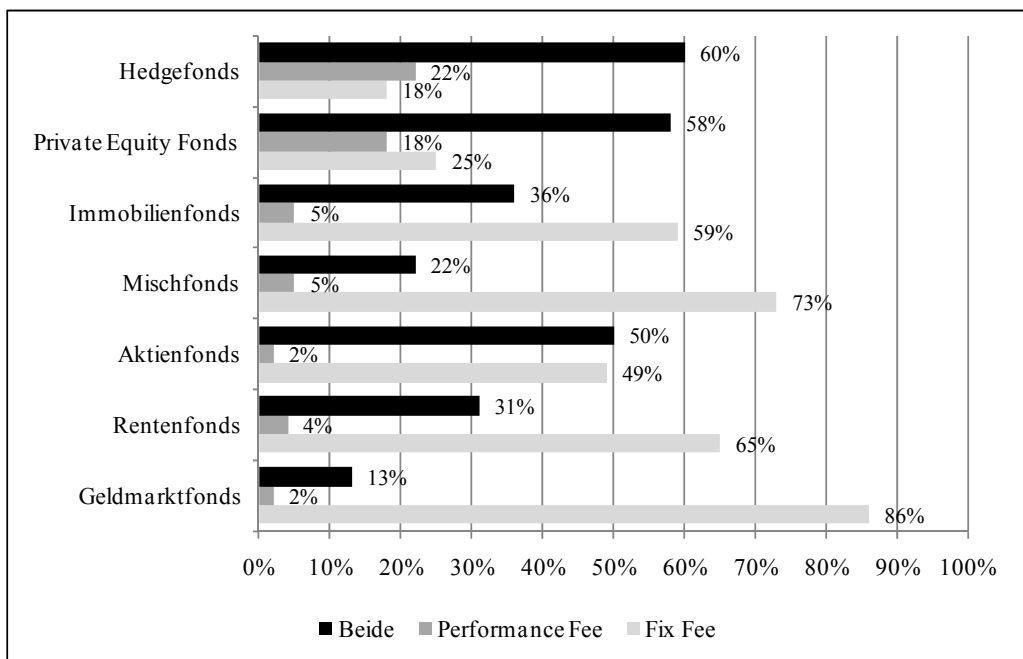


Abbildung 2: Vergütungsstruktur externer institutioneller Asset Manager⁹

Abbildung 2 zeigt die Vergütungsstruktur externer institutioneller Asset Manager aufgeteilt in verschiedene Assetklassen in 2010. Die Ergebnisse basieren auf einer Befragung von 121 institutionellen Asset Managern aus 25 verschiedenen europäischen Ländern (IPE, 2010). Es wird ersichtlich, dass ein Großteil der Fonds ausschließlich eine feste, erfolgsunabhängige Vergütungsstruktur verwendet. Der Anteil der befragten Fonds mit fester Vergütung liegt bei fünf der sieben aufgeführten Assetklassen bei

⁹ IPE (2010).

50% oder mehr. 86% der Befragten institutionellen Asset Manager verwenden feste Vergütungsstrukturen bei Geldmarktfonds, 65% bei Rentenfonds, 73% bei Mischfonds, 59% bei Immobilienfonds und 49% bei Aktienfonds. Bei keiner dieser traditionellen Assetklassen übersteigt der Prozentsatz der Fonds mit rein erfolgsabhängiger Vergütung 5%. Ein anderes Bild ergibt sich hingegen bei den alternativen Assetklassen. Bei Private Equity-Fonds und Hedgefonds kommt überwiegend eine Kombination aus beiden Vergütungsmodellen zum Einsatz. Erfolgsabhängige Vergütungen sind in der Summe deutlich häufiger vorzufinden als bei Fonds mit traditionellen Assetklassen. Die Studie zeigt auch, dass die Mehrzahl der Asset Managern sich für Renten-, Aktien-, Misch- und Immobilienfonds deutlich mehr erfolgsabhängige Vergütungen wünscht, die Anzahl rein erfolgsabhängiger Vergütungen aber seit 2006 für Renten- und Mischfonds eher rückläufig war. Zu klären wäre, ob insbesondere von Anlegerseite erfolgsabhängige Vergütungen abgelehnt werden.

LANE/ CLARK/ PEACOCK (2010) untersuchen die Höhe der Managementgebühren im institutionellen Asset Management im britischen Markt. Abbildung 3 zeigt die Höhe der Basisvergütung (Median) für einzelne Assetklassen bei einem Mandatsvolumen von £ 50 Millionen.

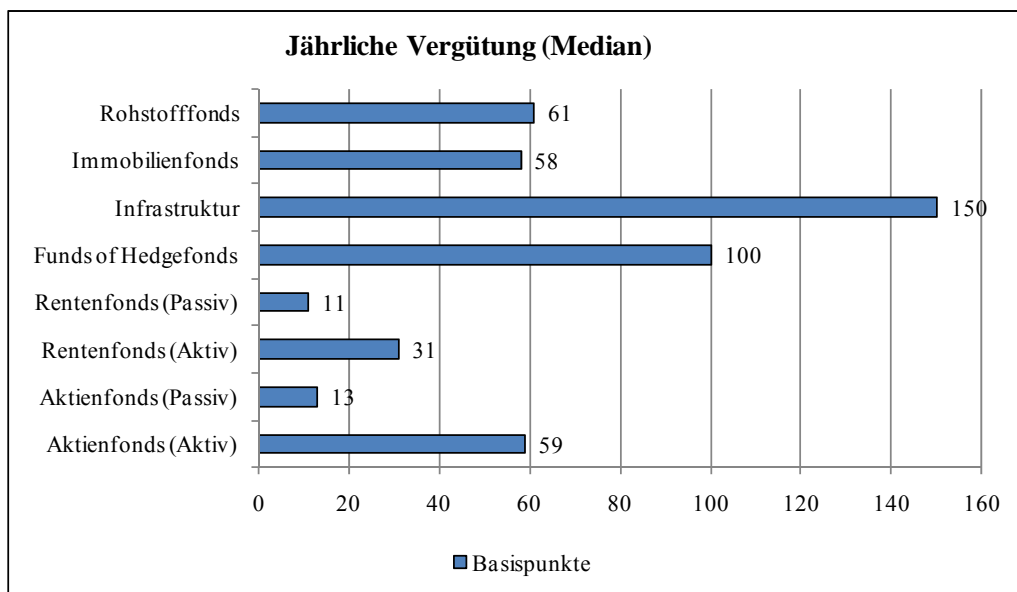


Abbildung 3: Managementgebühren für verschiedene Fondstypen ohne Performance Fees¹⁰

¹⁰ Quelle: Lane/ Clark/ Peacock (2010).

Die Basisvergütung von Infrastrukturfonds ist mit 150 Basispunkten am höchsten, Dachhedgefonds erhalten im Median eine Vergütung von etwa 100 Basispunkten. Die Basisvergütungen von Rohstofffonds, Immobilienfonds, Mischfonds und aktiven Aktienfonds liegt im Median bei 60 Basispunkten. Passive Aktien- und Rentenfonds erhalten die niedrigste Entlohnung mit 13 und 11 Basispunkten. Hervorzuheben ist, dass in Abbildung 3 nur die Basisvergütungen der Fondstypen, aber keine erfolgsabhängigen Vergütungen aufgeführt werden.

Für den deutschen Spezialfondsmarkt gibt es keine genaue Übersicht über die Höhe der Verwaltungsgebühren. KLEEBERG/ BILLMANN/ HERTLEIN (2008) untersuchen 543 Aktien-Composites (Europa/Euroland, USA, Japan und Global) von am deutschen Markt angebotenen Fonds für institutionelle Kunden für den Zeitraum 2002-2006. Sie finden durchschnittliche Managementgebühren für ein 100 Mio. €-Mandat von 44 Basispunkten. Small/Mid Cap-Fonds sind etwa 17 Basispunkte teurer, Fonds mit Anlageschwerpunkt Europa etwa 5 Basispunkte günstiger. Fonds mit fundamentalen Anlagestilen sind etwa 4 Basispunkte teurer als quantitativ gemanagte Fonds. Bei 201 Fonds mit einer erfolgsabhängigen Vergütung reduziert sich die fixe Vergütung um 18 Basispunkte. Die durchschnittliche Partizipationsrate π an der Outperformance beträgt 18,5%. Der Cap der erfolgsabhängigen Vergütung liegt im Durchschnitt bei 308 Basispunkten und der durchschnittliche Ziel-Tracking Error bei 4,8%.

In ihrer multivariaten Untersuchung stellen die Autoren fest, dass einerseits die erfolgsabhängigen Vergütungen im Durchschnitt um 12 Basispunkte zu teuer sind und andererseits eine Erhöhung der festen Vergütung um 10 Basispunkte eine Verringerung der erfolgsabhängigen Vergütung von durchschnittlich etwa 4 Basispunkten zur Folge hat. Die erfolgsabhängigen Vergütungen werden in der Analyse mit dem Austauschoptionsmodell von MARGRABE bewertet, die Bewertungen und die Regressionsergebnisse sind somit abhängig vom Modell und den Inputparametern, insbesondere der Volatilität.

Im Rentenbereich sind die Gebühren i.d.R. geringer und liegen zwischen 10 und 50 BP. Management Fees von Rentenmandaten variieren, wie auch bei Aktien üblich, mit der Anlageausrichtung des Portfolios. Während die Kosten für Staatsanleihen-Mandate zwischen 10 und 15 BP liegen, sind die Managementgebühren von Fonds mit Fokus Emerging Markets, Hochzinsanleihen sowie Wandelanleihen mit 30 bis 50 BP zum Teil deutlich höher. Für Geldmarktfonds und passive Fonds liegen die Gebühren im Durchschnitt unter 10 Basispunkten.

Implikationen

Theoretische und empirische Analysen zeigen, dass erfolgsabhängige Managementvergütungen eine durchschnittlich höhere Rendite, aber auch ein höheres Risiko hervorrufen. Um zu vermeiden, dass die Portfoliomanager ein zu hohes, vom Anleger nicht gewünschtes Risiko eingehen, sollte das Risiko beispielsweise in Form von Tracking Error-Budgets begrenzt werden. Diese Risikobudgets sollten aber auch nicht zu eng gesetzt werden, um die Freiheiten des Portfoliomanagers nicht unnötig einzuschränken. Es wäre zudem zu prüfen, ob Risikovorgaben durch ein effizientes Risiko-Overlay-Management ersetzt oder zumindest ergänzt werden könnten.

Bei der Festlegung der erfolgsabhängigen Vergütung ist ex ante deren Wert zu ermitteln. Erste Analysen legen nahe, dass diese Vergütungen im Schnitt zu hoch ausfallen. Institutionellen Anlegern ist zu empfehlen, sich bei der Bewertung und Bestimmung der erfolgsabhängigen Vergütung von einem Asset Consultant beraten zu lassen.

Vergleicht man die Managementgebühren für britische und deutsche institutionelle Anleger, so fällt auf, dass die Kosten im deutschen Markt etwa 10 bis 15 Basispunkte unter den Kosten auf dem britischen Markt liegen. Die niedrigen Gebühren können als Ergebnis der traditionellen ‚Depotbankabhängigkeit‘ der deutschen Kapitalanlagegesellschaften angesehen werden. Da die geringen Managementgebühren häufig durch Kommissionserträge aus dem Wertpapierhandel bei der Mutterbank kompensiert wurden, ist es sinnvoll, im nächsten Schritt die Transaktionskosten zu betrachten.

3. Transaktionskosten

Trade Management Guidelines des CFA Institutes

Das Investmentgesetz (InvG) enthält keine Anforderungen, Transaktionskosten offenzulegen. Die Kapitalanlagegesellschaft muss aber nach § 42 Absatz 2a InvG im ausführlichen Verkaufsprospekt erläutern, dass Transaktionskosten aus dem Fondsvermögen gezahlt werden und dass die Gesamtkostenquote keine Transaktionskosten enthält. In der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) werden zwar umfassende Anforderungen an die Best Execution-Politik von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gestellt, Kapitalanlagegesellschaften fallen aber nicht unter diese Richtlinie.

Die Trade Management Guidelines des CFA Institutes sind Empfehlungen für ein optimales Transaktionsmanagement und stellen einen geeigneten Referenzpunkt zur

Beurteilung der ‚Best Execution‘ und der Optimierung der Transaktionskosten dar. Sie sind in die Bereiche Prozesse, Offenlegung und Dokumentation untergliedert.

1. Prozesse: Kapitalanlagegesellschaften sollen über eine schriftlich fixierte Best Execution-Politik verfügen, in der das Ziel der Maximierung der Investmentperformance durch ein Transaktionsmanagement festgelegt ist. Die Handelsentscheidungen sollen effektiv gemanagt werden. Dieser Punkt umfasst die periodische Überprüfung der Prozesse und den Aufbau eines ‚Trade Management Oversight Committees‘, das die Best Execution-Politik und den Handelsprozess überwacht, Empfehlungen für den Umgang mit Interessenskonflikten abgibt und die Qualität der Brokerservices regelmäßig begutachtet. Die Transaktionskosten sollen für verschiedene Preis-Benchmarks (beispielsweise VWAP¹¹) im Peergroup-Vergleich gemessen werden und für Broker, Handelsplätze und Handelsmethoden ausgewertet werden. Die Einhaltung der Handelspolitik soll von der Compliance-Abteilung geprüft werden. Es sollen Regeln für die Brokerauswahl erlassen werden. Dabei sind die Anforderungen der Kunden sowie die Fähigkeiten der Broker zur Minimierung der Handelskosten zu berücksichtigen.
2. Offenlegung: Kapitalanlagegesellschaften sollen bestehenden und potenziellen Kunden ihre Handelstechniken, Ausführungswege, die Kriterien zur Brokerauswahl, Soft Dollar-Vereinbarungen¹², Interessenskonflikte und die regelmäßig gemessenen Transaktionskosten offenlegen. Die Kunden verfügen somit über die notwendigen Informationen zur Bewertung der Best Execution-Politik.
3. Dokumentation: Kapitalanlagegesellschaften sollen Dokumentationen vorhalten, um die Einhaltung der Best Execution-Politik zu belegen und die Offenlegung an Kunden zu erfüllen. Zudem soll die Auswahl der Broker dokumentiert werden. Diese Dokumentation kann auch der Aufsicht zur Überprüfung vorgelegt werden.

Es wird deutlich, dass nach den Trade Management Guidelines eine fortlaufende Analyse der Transaktionskosten gefordert ist. Solche Analysen sind – wie in den nachfolgenden Abschnitten gezeigt wird – aufgrund der umfangreichen Daten sehr aufwändig und erfordern eine präzise Datenaufbereitung und -auswertung. Eine laufende Kostenmessung ist deshalb erforderlich, da sich Transaktionskosten aufgrund neuer Marktverhältnisse auch ohne Veränderungen der Investmentprozesse schnell ändern können. Eine Transaktionskostenanalyse schafft eine hohe Transparenz für alle Beteiligten, ermöglicht einen Peergroup-Vergleich und setzt damit automatisch Anreize für

¹¹ Volume Weighted Average Price.

¹² Vgl. Johannig / Kleeberg / Schlenger, 2003.

ein effizientes Transaktionsmanagement. So haben sich beispielsweise die Depotbankgebühren deutscher Asset Manager pro Aktienorder im Zeitraum von 2001 bis 2008 um etwa 15 BP reduziert. Dies entspricht einer Reduktion von etwa 75% des Ausgangswerts in 2001. Eine Best Execution-Politik sollte aber über die Messung und Analyse der Transaktionskosten hinaus auch Regeln für die Compliance und insbesondere für die Brokerauswahl enthalten.

Definition von Transaktionskosten

Transaktionskosten sind nicht in der Total Expense Ratio (TER) enthalten, sondern fallen umsatzabhängig an. Zu den Transaktionskosten zählen Gebühren (Depotbankgebühren, Brokergebühren und sonstige Gebühren), der Market Impact inklusive halbe Geld-Brief-Spanne sowie die Wartekosten.

- Für die mit einer Wertpapiertransaktion verbundenen Aufwände (Abwicklung, Buchung) erhält die Depotbank eine Provision, die heute typischerweise als fixe Gebühr (Ticket Fee) bezahlt wird. Noch vor etwa zehn Jahren wurde diese Gebühr vorwiegend umsatzabhängig bezahlt und war damit deutlich höher als die heutige Ticket Fee (für Ergebnisse siehe den nächsten Abschnitt). Über diese Umsatzprovision wurden die teilweise sehr niedrigen Managementgebühren ‚quersubventioniert‘.
- Brokergebühren werden für die Leistung des Brokers gezahlt, die Order am Kapitalmarkt z. B. an der Börse auszuführen, aber auch oder sogar insbesondere für Research und andere Dienstleistungen.¹³ Eine solche als Soft Dollar-Vereinbarung bekannte Regelung stellt einen potenziellen Interessenskonflikt für den Asset Manager dar. In den USA wird deshalb von der Securities and Exchange Commission (SEC) gefordert, solche Vereinbarungen an die Anleger offen zu legen.¹⁴
- Sonstige Gebühren sind insbesondere die Stempelsteuer von 50 BP bzw. 100 BP beim Kauf von britischen oder irischen Aktien und eher vernachlässigbare Maklergebühren sowie Liefer- und Lagergebühren, die in unterschiedlicher, aber geringer Höhe an den verschiedenen Börsenplätzen anfallen. Stempelsteuern fallen auch bei Verkäufen in Griechenland in Höhe von 21 Basispunkten an. Bei An- und Verkauf von Aktien in Hongkong beträgt die Steuer jeweils 11 Basispunkte.

¹³ Die Broker erbringen zudem zusätzliche Dienstleistungen, indem sie z. B. Unternehmensgespräche arrangieren.

¹⁴ Im Rahmen von Soft Dollar-Vereinbarungen wird zum Teil auch die eines Teils der Brokergebühr Rückzahlung (an das Anlegerportfolio) vereinbart, wenn eine bestimmte Umsatzgrenze überschritten wird. Vgl. dazu SEC (1998).

- Der Market Impact misst die Abweichung des Ausführungskurses von dem Kurs, der sich ergeben hätte, wenn die Order nicht erteilt worden wäre. Da sich dieser Kurs nicht beobachten lässt, wird der Market Impact relativ zu verschiedenen Benchmarks berechnet.¹⁵ In dieser Arbeit wird der Market Impact als Differenz aus (durchschnittlichen) Ausführungskurs und Mittelkurs bei Ordererteilung bezogen auf den Mittelkurs bei Ordererteilung (Arrival-Preis) ermittelt. Diese Kosten sind bei Ordererteilung nicht bekannt und können nur durchschnittlich ex post auf Basis vieler Orders bestimmt werden. Der Market Impact entsteht, weil der Handel kein friktionsloser Prozess ist.¹⁶ Informierte Anleger wie Fonds haben häufig einen Anreiz, schnell zu handeln, bevor Informationen öffentlich werden und sich im Kurs widerspiegeln. Durch den Handel selbst wird der Market Impact induziert.¹⁷ Dieser informationsinduzierte Market Impact wird in der Literatur als permanent bezeichnet und ist vom temporären Market Impact zu unterscheiden. Letzterer entsteht, wenn aufgrund mangelnder Liquidität des Marktes, eine große, uninformierte Order nur mit einem Preisaufschlag absorbiert werden kann, der Preis sich aber anschließend wieder an den ursprünglichen annähert.¹⁸ Der Market Impact nach dieser Definition enthält auch die halbe Geld-Brief-Spanne zum Zeitpunkt der Ordererteilung. Neben der hier gewählten Benchmark ‚Arrival-Preis‘ wird in der Handelspraxis häufig der Volume Weighted Average Price (VWAP) zur Beurteilung der Ausführungsqualität eines Brokers verwendet.
- Zwischen Anlageentscheidung und Ordererteilung kann eine längere Zeitspanne liegen, in der Kosten durch eine adverse Preisbewegung resultieren können. Diese impliziten Kosten werden Wartekosten genannt und berechnen sich als Differenz aus Kurs bei Anlageentscheidung (Mittelkurs) und Kurs bei Ordererteilung (Arrival-Preis) bezogen auf den Kurs bei Ordererteilung.¹⁹ Je nach Investmentstil kann die Zeitspanne zwischen Anlageentscheidung und Ordererteilung einige Minuten oder sogar einige Tage betragen. Entsprechend kann die Höhe dieser Kosten für die verschiedenen Einzeltransaktionen, aber auch für die Häuser sehr unterschiedlich ausfallen.

¹⁵ Siehe für einen Überblick über die verschiedenen Ansätze zur Messung des Market Impact Keim/Madhavan (1998), S. 52-54.

¹⁶ Vgl. Hasbrouck/ Schwartz (1988).

¹⁷ Vgl. Barclay/ Warner (1993), S. 284.

¹⁸ Vgl. Saar (2001), S. 1153-1154.

¹⁹ Diese Preisdifferenz wird also ebenfalls – wie der Market Impact – relativ zum Kurs bei Ordererteilung berechnet. Diese Berechnung erleichtert die Interpretation der Summe aus Wartekosten und Market Impact.

Neben den impliziten Kosten können auch Opportunitätskosten durch Nichtausführung von z. B. Limitorders anfallen. Die Bezeichnung „Opportunitätskosten“ impliziert, dass eine Nichtausführung zu Verlusten in Form entgangener Gewinne führt.²⁰ In weniger liquiden Marktsegmenten fallen solche Kosten mit größerer Wahrscheinlichkeit an. Diese Kosten lassen sich nur für restriktive Annahmen ermitteln und werden nachfolgend nicht weiter analysiert.

Die gesamten Transaktionskosten werden häufig als Differenz aus Rendite eines Modellportfolios und der Rendite des realen (umgesetzten) Kundenportfolios berechnet und als Implementation Shortfall bezeichnet.²¹ Der Implementation Shortfall lässt sich nicht auf Null reduzieren, er kann aber ‚optimiert‘ werden, indem eine Vorstellung vom Normalniveau der Gesamt- und jeder Einzelkosten entwickelt wird und die Kosten auf dieses Niveau reduziert werden.

Transaktionskosten im Aktienbereich

In der letzten Dekade von 2000-2010 wurden von den Beratungsgesellschaften alpha portfolio advisors GmbH und xtp Transaction-Partners GmbH vier Peergroup-Studien für den Aktienmarkt und zwei Studien für den Rentenmarkt durchgeführt. Die Studienergebnisse werden nachfolgend zusammengefasst und präsentiert.

Die genaue Messung insbesondere der impliziten Kosten ist sehr aufwändig und erfordert die Verfügbarkeit von detaillierten Order- und Kursdaten. Die nachfolgenden Ergebnisse basieren auf Orderdaten von deutschen, in ihrer Struktur sehr unterschiedlichen Kapitalanlagegesellschaften (KAGen). Die Orderdaten enthalten neben der zu kaufenden/verkaufenden Aktie die Anzahl der geordneten und ausgeführten Aktien, den Broker, den Ordertyp und die Orderzusätze, den durchschnittlichen Ausführungspreis (brutto) sowie sämtliche Gebühren. Zudem sind die Zeitpunkte der Anlageentscheidung, Ordererteilung und Orderausführung bekannt. Teilweise wird der Zeitpunkt der Anlageentscheidung pauschal erfasst. Neben den Orderdaten liegen detaillierte Informationen über die Fondsprofile vor, beispielsweise über den Fondstyp (Publikums- oder Spezialfonds), den Investmentstil oder die Vereinbarung über die Managementgebühr sowie allgemein firmenspezifische Informationen über die Größe des Hauses, den Investmentprozess, die Depotbank, die Konzernstruktur und die Handelsorganisation.

²⁰ Vgl. Keim/ Madhavan (1998), S. 54.

²¹ Vgl. Perold (1988).

Im Jahr 2001 nahmen neun deutsche KAGen an der Aktienanalyse mit Universum EURO STOXX 50 und STOXX 50 teil. 2003 wurde das Wertpapieruniversum auf den STOXX 600 ausgeweitet. Zehn Häuser beteiligten sich an dieser Studie. In den Studien 2004/05 und 2007/08 wurden mit dem STOXX 600, S&P 500 und Nikkei 225 Transaktionen in insgesamt 1.325 verschiedenen Titeln analysiert. Die neun bzw. acht teilnehmenden KAGen repräsentierten einen Marktanteil von 50% bzw. 40% an den deutschen Assets under Management in Aktien.

Abbildung 4 zeigt die Ergebnisse der Transaktionskosten für Aktien im Zeitraum 2001 bis 2007/08. Neben den expliziten Kosten wie der Umsatzprovision der Depotbank, den Brokergebühren und den sonstige Kosten werden auch die Market Impact-Kosten und die Wartekosten angegeben. Die Umsatzprovision für die Depotbank ist in der Studie 2001 mit mehr als 20 Basispunkten aufgrund des damals vorherrschenden umsatzabhängigen Gebührenmodells hoch. Diese Kosten fallen aufgrund der Einführung des Ticket Fee-Modells, der erhöhten Kostentransparenz sowie der Aufwandsreduktion durch die zunehmende Technisierung der Wertpapierabwicklung auf etwa 5 Basispunkte in 2007/08.

Über die vier Peergroups ist keine signifikante Veränderung der Brokergebühren festzustellen. Im Schnitt liegen die Brokergebühren somit über die Studien 2001-2007/08 zwischen 10,83 Basispunkten und 14,10 Basispunkten. Die Kosten für die reine Orderausführung (Execution) für Aktien werden am Markt mit ein bis vier Basispunkten geschätzt. Der restliche Betrag der Brokergebühr stellen ‚Soft Dollars‘ dar. Brokergebühren sind für Orders in Einzeltiteln höher, weil diese Orders i.d.R. groß und damit schwer auszuführen sind. Portfoliotransaktionen oder auch „Programme Trades“ (d. h. ganze Portfolios werden gehandelt) haben in der Summe zugenommen, sie kommen vor allem bei quantitativen Investmentprozessen zum Einsatz. Für Portfoliotransaktionen sind die Brokergebühren i.d.R. deutlich geringer, da einerseits das Portfoliovolumen groß ist und andererseits quantitative Investmentstile i.d.R. nicht auf Broker Research angewiesen sind und Soft Dollar-Zahlungen somit nicht anfallen.

Market Impact-Kosten stellen in jeder Peergroup-Studie die größte Kostenkomponente dar. Wartekosten hingegen spielen in der Gesamtkostenbetrachtung nur eine untergeordnete Rolle und unterscheiden sich nicht signifikant von 0. Die Market Impact-Werte variieren zwischen 18 Basispunkten und 42 Basispunkten. Trotz der unterschiedlichen Marktphasen und Universen ist insgesamt eine Kostenreduktion zu beobachten.

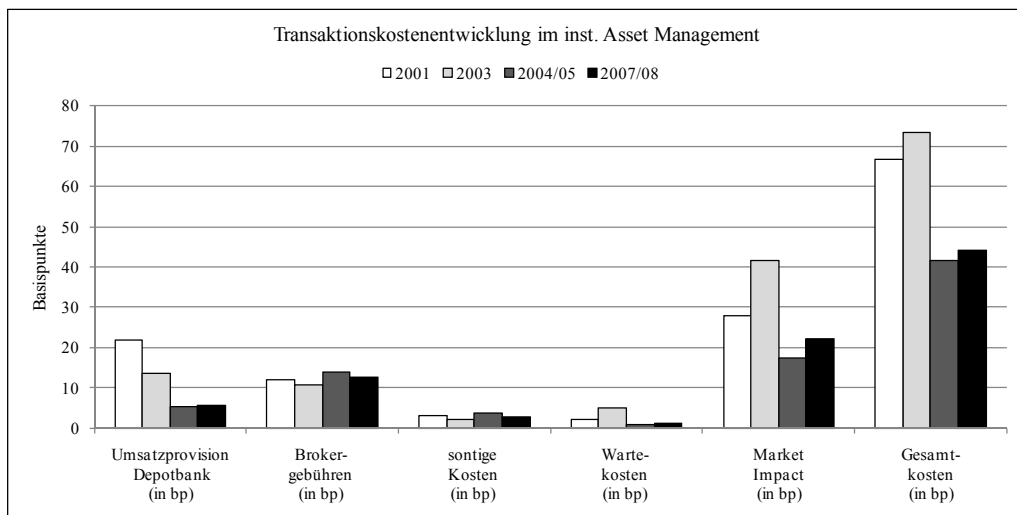


Abbildung 4: Transaktionskosten für Aktien von 2001 bis 2007/08

Bei der Interpretation der Ergebnisse ist zu berücksichtigen, dass die ausgewiesenen Kosten ‚One Way‘-Durchschnittswerte sind. Bei einem Portfolioumsatz in Aktienfonds von etwas über 100% p.a. liegen die Gesamtkosten etwa doppelt so hoch wie in Abbildung 4. Bei Blue Chip-Mandaten kann folglich von gesamten Transaktionskosten in Höhe von 1% p.a. ausgegangen werden.

Die soweit präsentierten Ergebnisse sind Durchschnittswerte für Publikums- und Spezialfonds. In einer univariaten Analyse sind die Kosten für Spezialfonds i.d.R. geringer als die Kosten für Publikumsfonds. In der Aktien-Peergroup-Studie 2007/08 liegen die Gesamtkosten der Spezialfonds 14 BP unter denen der Publikumsfonds. Zu einem überwiegenden Teil ist dies auf den um etwa 7 Basispunkte geringeren Market Impact zurück zu führen. Allerdings muss berücksichtigt werden, dass bei Publikumsfonds die durchschnittliche Ordergröße mit 0,86 Mio. € fast dreimal so groß ist wie bei Spezialfonds. In einer multivariaten Analyse ist deshalb bei Kontrolle der Ordergröße häufig kein Unterschied bei den Transaktionskosten für Spezial- und Publikumsfonds festzustellen.

Da insbesondere die Market Impact-Werte für den Investor unbekannt und intransparent sind, konzentriert sich die nachfolgende Analyse auf die Erklärung dieser Kosten. Dazu wird eine multivariate Regression mit robusten Standardfehlern nach dem Verfahren von WHITE geschätzt. In Tabelle 1 werden nur die Koeffizienten der signifikanten Parameter angegeben, so ist beispielsweise der Koeffizient der Dummy-Variable

Publikumsfonds nicht signifikant. Im Modell wird eine Konstante von 14,61 BP ermittelt. Die erklärenden Variablen sind in die Rubriken Marktliquidität, Handelsstrategie, Brokeranalyse und Dummy-Variablen unterteilt. Das Momentum – gemessen als Rendite zwischen Eröffnung und Handelszeit – hat wie die Wartekosten einen negativen Einfluss auf den Market Impact. Die Intraday-Volatilität sowie das relative Handelsvolumen (Handelsvolumen am Tag der Orderausführung in Relation zum Freefloat) üben einen positiven Einfluss aus. Höhere Brokergebühren bedingen einen geringeren Market Impact. Dieses Ergebnis zeigt die Notwendigkeit einer sorgfältigen Analyse auf. Eine isolierte Betrachtung der Brokergebühren würde u.U. zu hohe Kosten ausweisen. Das Ordervolumen in € (Wurzel des Ordervolumens in Tabelle als $\text{Volume}^{1/2}$ gekennzeichnet) beeinflusst den Market Impact positiv, ebenso wie die relative Ordergröße (Anzahl der geordneten Aktien in Relation zur Anzahl der Aktien im Freefloat). Der positive Zusammenhang zwischen Market Impact und relativer Ordergröße nimmt aber mit zunehmender Ordergröße ab, was an dem negativen Schätzwert für die quadrierte Rel. Ordergröße (in Tabelle rel. Ordergröße^2) zu erkennen ist. Portfoliotransaktionen – der Handel ganzer Portfolios – weisen einen um durchschnittlich 3,49 BP geringeren Market Impact auf als die Vergleichsgruppe der Marktorders und interessewahrenden Orders, bei denen nur einzelne Aktien gehandelt werden. Limitorders weisen sogar einen um 27,42 BP geringeren Market Impact auf. Im Rahmen der Brokeranalyse fällt auf, dass relativ zur Vergleichsgruppe der sonstigen Broker die Broker 2, 8 und 10 zwischen 2,44 und 7,49 Basispunkten günstiger ausführen, die Broker 3 und 7 dagegen teurer ausführen. Da in der multivariaten Analyse die ‚Orderschwierigkeit‘²² kontrolliert wird, können aus diesen Ergebnissen sinnvolle Aussagen über die Ausführungsqualität der Broker abgeleitet werden. Bei den Dummy-Variablen fällt zudem auf, dass Kauforders 5,58 BP günstiger waren als Verkauforders und sich die Kosten der teilnehmenden Kapitalanlagegesellschaften zum Teil signifikant voneinander unterscheiden.

²² Orderschwierigkeit wird an verschiedenen Marktliquiditätsparametern, wie dem Momentum, der Intraday-Volatilität und dem relativen Handelsvolumen abgeleitet. Hinzu kommen orderspezifische Faktoren wie die Ordergröße, die häufig auch relativ zum Freefloat einer Aktie gemessen wird.

	Variable	Koeffizient	Standardfehler	p-Wert
Marktliquidität	Momentum	-35.41	13.43	0.01
	Momentum ²	-34.12	10.77	0.00
	Intradayvola ^{1/2}	767.57	433.44	0.08
	Rel. Handelsvolumen (Tag)	77.70	46.89	0.10
Handelsstrategie	Wartekosten	-0.02	0.01	0.00
	Brokergebühr	-0.37	0.10	0.00
	Limitorder	-27.42	2.89	0.00
	Portfoliotransaktion	-3.49	1.37	0.01
	Volume ^{1/2}	0.012548	0.002576	0.00
	Rel. Ordergröße	29,060.16	6,026.23	0.00
	Rel. Ordergröße ²	-4,179,117.00	946,253.20	0.00
Brokeranalyse	Broker 2	-4.17	1.30	0.00
	Broker 3	3.64	2.22	0.10
	Broker 7	3.94	1.77	0.03
	Broker 8	-2.44	1.51	0.11
	Broker 10	-7.49	2.81	0.01
Dummy-Variablen	Kauf	-5.58	0.77	0.00
	KAG 4	-9.72	3.41	0.00
	KAG 5	-5.46	1.42	0.00
	KAG 6	-5.53	1.42	0.00
Konstante	Konstante	14.61	2.23	0.00
		Beobachtungen	=	21,191
		R ²	=	0.05

Tabelle 1: Regressionsanalyse der Transaktionskosten²³

Transaktionskosten im Rentenbereich

Transaktionskosten im Rentenbereich wurden in der Peergroup-Studie 2003/04 erstmals von alpha portfolio advisors GmbH ermittelt. Aktuelle Ergebnisse liegen aus der Peergroup-Studie 2010 für neun Kapitalanlagegesellschaften bzw. institutionelle Anleger der xtp Transaction-Partners GmbH vor. Gegenstand der Analyse sind insgesamt 2.139 Anleihen aus dem iBoxx EUR Overall-Universum, in denen Orders der neun Teilnehmer im Zeitraum September bis November 2010 aufgezeichnet wurden. Die Ergebnisse werden in Tabelle 2 angegeben. Die Depotbankgebühren liegen im Schnitt bei 1,09 BP und die effektive Geld-Brief-Spanne bei 6,49 BP. Die effektive Geld-Brief-Spanne wird ermittelt, indem der Ausführungskurs im Verhältnis zum Mittelkurs der Preisquotierungen verschiedener Broker gesetzt wird. Dabei ist zu berücksichtigen, dass im Rentenhandel nur Nettogeschäfte abgeschlossen werden, die Orders

²³ Ergebnisse der Transaktionskosten-Peergroup-Studie 2007/08, durchgeführt durch die xtp Transaction Partners GmbH.

also unmittelbar mit der Gegenpartei – typischerweise einem Broker – ausgeführt werden. Mehrere Broker quotieren fortlaufend – teilweise mehrfach pro Minute – Geld- und Briefkurse, die aber nicht zwangsläufig handelbare Kurse darstellen. Aus den Quotierungen eines Brokers werden zunächst Durchschnitte für Minutenintervalle gebildet. Aus den durchschnittlichen Quotierungen pro Broker werden durchschnittliche Quotierungen über die Broker gebildet, wobei Quotierungsausreißer – Mittelkurse, die mehr als 3% vom Durchschnitt abweichen – aus der Analyse ausgeschlossen werden.

Die Ergebnisse zeigen, dass die effektiven Spannen für Staatsanleihen mit 3,34 BP (2003/04 zwischen 2,0 und 3,5 BP) leicht höher liegen als die Werte für Jumbopfandbriefe mit einem Durchschnittswert von 3,28 BP (2003/04 2,0 BP). Die durchschnittliche effektive Spanne für Unternehmensanleihen liegt bei 11,65 BP (2003/04 bei 6,7 BP). Die effektiven Spannen für pfandbesicherte Anleihen sind mit 17,02 BP am höchsten. Darin kommt die Unsicherheit vieler pfandbesicherter Anleihen spanischer und irischer Herkunft zum Ausdruck. Insgesamt ist festzustellen, dass sich die effektiven Spannen 2010 im Vergleich zur Peergroup-Studie 2003/04 erhöht haben, was angesichts der dramatischen Veränderung der Liquidität auf den Rentenmärkten während der Finanzkrise nicht überrascht.

Transaktionskosten im Rentenhandel nach Anleiheklasse	Depotbankgebühr in bp	Effektive Spanne in bp	Anzahl Transaktionen	Transaktionsvolumen in Mio. EUR	Durchschnittliche Ordergröße in Mio. EUR
Staatsanleihen	0,94	3,34	8.156	29.330,06	3,60
Unternehmensanleihen	1,63	11,65	10.536	11.091,80	1,05
besicherte Anleihen	0,80	17,02	1.674	3.745,26	2,24
Jumbopfandbriefe	0,80	3,28	596	1.283,94	2,15
Gesamt	1,09	6,49	20.962	45.451,05	2,17

Tabelle 2: Transaktionskosten für Renten 2010

Optimierung des Transaktionsprozesses für Asset Manager

Die Ergebnisse zeigen, dass Transaktionskosten neben den Managementgebühren einen erheblichen Teil der Gesamtkosten ausmachen. Nach Ansicht mancher Experten kann die Investmentperformance einfach und nachhaltig durch ein effizientes Transaktionsmanagement gesteigert werden. Basierend auf unseren mehrjährigen Erfahrungen bei der Messung der Transaktionskosten für Kapitalanlagegesellschaften und institu-

tionelle Anleger stellen wir nachfolgend Vorschläge für einfache Verfahren zur Optimierung des Transaktionsprozesses vor. Wie eingangs ausgeführt, wird nachfolgend unter Optimierung nicht die reine Minimierung der Transaktionskosten, sondern die ganzheitliche Optimierung der Investmentperformance verstanden.

Für die Optimierung des Transaktionsprozesses für Asset Manager lassen sich folgende Punkte anführen:

1. Laufende Messung von Transaktionskosten: Zunächst sollten – wie in den Trade Management Guidelines des CFA Institutes gefordert – die Transaktionskosten fortlaufend gemessen, analysiert und mit einer Peergroup verglichen werden. Eine solche Analyse schafft Transparenz und setzt automatisch Anreize zur Optimierung des Transaktionsprozesses. Asset Manager setzen dafür entweder eigene oder Analysen Dritter ein. Die von Brokern angebotenen Analysen sind nicht unabhängig.
2. Bei der Optimierung des Transaktionsprozesses spielt die Brokerauswahl eine besondere Bedeutung. Die beiden folgenden Punkte sind zu berücksichtigen:
 - a. „Unbundling“ und marktgerechte Anpassung der expliziten Kosten: Neben der Execution-Leistung des Brokers werden mit der Brokergebühr oftmals auch Research und andere Dienstleistungen entlohnt. Hieraus kann sich das Problem ergeben, dass ein Broker für die Ausführung einer Order gewählt wird, nur um diesen für sein gutes Research zu entlohnen, obwohl er nicht der geeignetste Kandidat für die Ausführung selbst ist. In angelsächsischen Ländern wird dieses Problem häufig durch sogenannte Commission Sharing Agreements (CSA) gelöst. In diesen Vereinbarungen wird festgelegt, dass ein unabhängiger oder auf Research spezialisierter Broker (Research-Broker) aus den Handelsgebühren bezahlt wird, die ein dritter Execution-Broker vereinnahmt. Bei einer aus dem Service eines Research-Brokers generierten Order, die über einen Execution-Broker ausgeführt wird, werden die Brokerkosten in Gebühren für die Ausführung und den Research unterteilt. Die Research-Gebühr wird vom Execution-Broker an den Research-Broker weitergegeben. In Deutschland werden Commission Sharing Agreements durch die Entrichtung der MwSt. steuerlich benachteiligt.
 - b. Einbeziehung alternativer Handelskanäle und intelligentes Orderrouting: Der Handelsprozess ist in den vergangenen Jahren erheblich technisiert worden. Broker bieten den Kapitalanlagegesellschaften eine Vielzahl an Handelswegen an. Neben den traditionellen Börsenplätzen, dem OTC-Telefonhandel und den Prinzipalgeschäften – also den unmittelbaren Geschäftsabschluss mit dem Bro-

ker selbst – gibt es heute außerbörsliche Handelsplattformen (Multi-Trading-Facilities (MTFs)) auch Crossing-Systeme, bei denen gegenläufige Orders mit sehr geringen Kosten zu importierten Börsenpreisen zusammengeführt werden. Auch können gegenläufige Orders hausintern ‚gecross‘ werden. Zum Management dieser Liquiditätsfragmentierung setzen immer mehr Asset Manager und Broker Smart Order Routing-Systeme (SOR-Systeme) ein, die die Liquidität an mehreren Handelsplätzen berücksichtigen und eine Order möglichst ‚optimal‘ platzieren. Broker bieten Asset Management-Gesellschaften gegen geringe Gebühren auch einen direkten Marktzugang (Direct Market Access) an, mit denen kleinvolumige oder auch relativ leicht ausführbare Orders am Markt platziert werden. Ein Asset Manager sollte deshalb genau die technische Ausstattung eines Brokers analysieren und bewerten.

3. Identifizierung von Transaktionen mit hoher Orderschwierigkeit: Die Ex Post-Messung der Transaktionskosten schafft Transparenz und setzt Anreize zur Kostoptimierung. Ein ‚smarter‘ Orderrouting erfordert darüber hinaus eine möglichst genaue Kostenprognose. Solche Prognosen bündeln verschiedene Order- und Marktinformationen wie relative Ordergröße, Liquidität, Volatilität und Marktaktivität. Solche Verfahren erfordern typischerweise eine dynamische Modellierung des Handelsprozesses und sind komplex und sehr aufwändig. Häufig sind solche komplexen Verfahren aber gar nicht notwendig. Orders mit hohem Schwierigkeitsgrad lassen sich auch mit relativ einfachen Ansätzen identifizieren. In Abbildung 5 ist die Verteilung der Market Impact-Werte der Aktientransaktionen der Peer-group-Studie 2007/08 abgebildet, wobei Extremwerte ab einem Market Impact von absolut 200 Basispunkten nicht berücksichtigt wurden. Im Durchschnitt liegen die Market Impact-Werte zur Benchmark ‚Arrival-Preis‘ über alle Asset Manager in der Peergroup-Studie 2007/08 bei 22 BP. 50% aller Orders liegen innerhalb der Market Impact-Grenzen von -20 und 45 Basispunkten. Die 25% teuersten Transaktionen zeigen Market Impacts von über 45 Basispunkten. Die Klassifizierung der Orders basiert wie die Kostenprognose auf Order-, Wertpapier und Börsendaten, ist aber wenig komplex und aufwändig. Da bei diesen Orders das höchste Einsparpotenzial vorhanden ist, sollte ein effektives Transaktionsmanagement an diesen schwierigen Orders ansetzen.

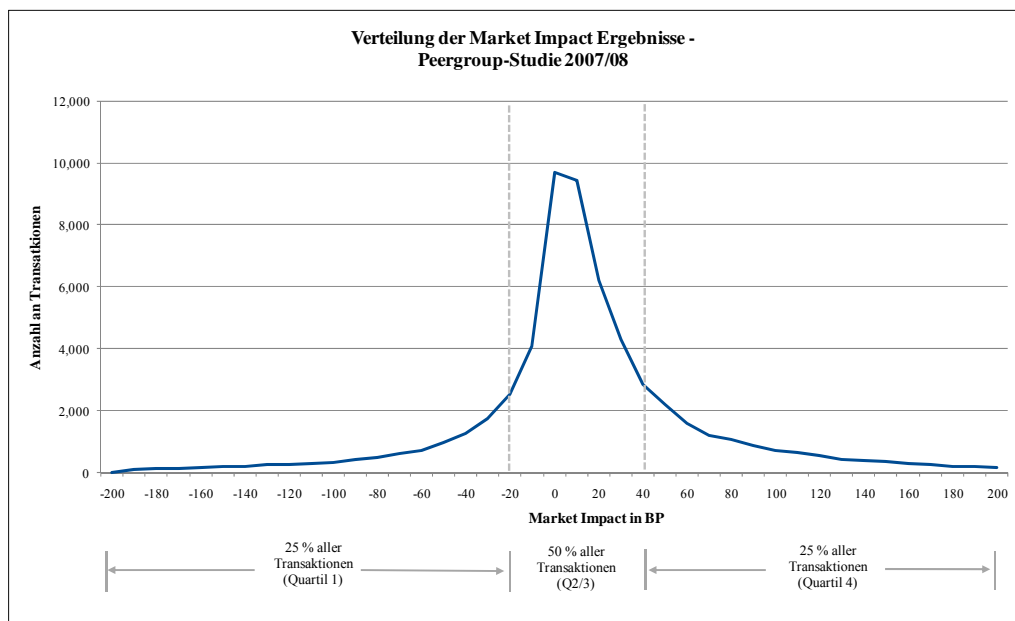


Abbildung 5: Verteilung der Market Impact-Werte in der Aktien-Peergroup-Studie 2007/08

4. Aktive Steuerung der Order vor und während der Handelszeit: Die Ergebnisse vieler Transaktionskostenanalysen haben gezeigt, dass die aktive Steuerung schwieriger Orders durch den Händler des Asset Managers die Transaktionskosten signifikant reduzieren kann. Für die ex ante Identifizierung der schwierigen Orders können Klassifizierungen, wie in Punkt 3 beschrieben, herangezogen werden. Die aktive Steuerung umfasst das Timing der Orderplatzierung, die Vergabe von Orderzusätzen – beispielsweise die Vorgabe der Handelsaggressivität wie 1/3-Ordervolumen²⁴ – aber auch die Begleitung der Order während der Ausführung. So kann es bei sich ändernden Marktbedingungen sinnvoll sein, eine Order aus dem Markt zu nehmen oder das Ordervolumen oder die Handelsaggressivität zu verändern. Häufig werden speziell liquiditätsmotivierte Orders frühzeitig am Markt platziert, die gegen den Schlusskurs eines Handelstages auszuführen sind. Der Schlusskurs wird deshalb als Benchmark gewählt, weil er typischerweise zur Berechnung der Nettoinventarwerte des Fonds herangezogen wird. CUSHING/ MADHAVAN (2001)

²⁴ Diese Vorgabe bedeutet, dass der Broker zu einem Drittel am Volumen des Orderbuchumsatzes partizipiert.

zeigen, dass Schlusskurse gezielt durch institutionelle Orders beeinflusst werden können und deshalb als Handelsbenchmark eher ungeeignet sind.

5. Einbeziehung von Transaktionskosten in Anlageentscheidung: Schließlich ist darauf zu achten, dass Handelskosten vom Portfoliomanagement bereits bei der Anlageentscheidung zu berücksichtigen sind. Die Modellierung der Transaktionskosten bei der Anlageentscheidung ist aufwändig und komplex, da die Kosten ex ante nicht bekannt und nur ungenau geschätzt werden können. Zudem wäre die Endogenität von Anlageentscheidung und Transaktionskosten, also die gegenseitige Beeinflussung, bei einer quantitativen Modellierung zu berücksichtigen. Allerdings bedarf es in der Praxis häufig nicht der expliziten Modellierung dieser Abhängigkeiten, eine erste Verbesserung kann bereits dadurch erreicht werden, dass die Performancerelevanz der Transaktionskosten durch das Portfoliomanagement anerkannt wird.

Diese fünf dargestellten Maßnahmen zur Optimierung des Transaktionsprozesses setzen die Verfügbarkeit von detaillierten Daten und die Anwendung komplexer Verfahren der Orderanalyse und -auswertung voraus. Zudem ist ein tiefer Einblick in die Prozesse der Broker notwendig, um eine geeignete Auswahl treffen zu können. Der Asset Manager verfügt über diese Daten und gegebenenfalls auch über diese Systeme. Seine Aufgabe ist es zudem, die Fähigkeiten und Möglichkeiten der Broker zu analysieren und für ein effizientes Transaktionsmanagement nutzbar zu machen.

Optimierung des Transaktionsprozesses für institutionelle Anleger

Der institutionelle Anleger verfügt nicht über derart detaillierte Daten und kann sich auch nicht mit den Details der Brokeranalyse beschäftigen. Aus seiner Sicht kann er den für ihn weitgehend intransparenten Transaktionsprozess mit folgenden Maßnahmen optimieren:

1. Überprüfung des Best Execution-Prozesses beim Asset Manager: Für einen institutionellen Anleger bietet es sich zunächst an, sich von den Asset Managern den Best Execution-Prozess, die Ergebnisse der Transaktionskostenanalysen, die Kriterien der Brokerauswahl und Interessenskonflikte offenlegen zu lassen. Diese Informationen bieten einen ersten Ansatzpunkt für die Bewertung der Qualität des Transaktionsprozesses. Eine Aggregation verschiedener Transaktionskostenanalysen zu einem einheitlichen Bericht ist aufgrund der verschiedenen Methoden und der Daten – die zudem häufig für den Anleger intransparent sind – unmöglich.

2. Regelmäßige, unabhängige Transaktionskostenanalysen: Auch wenn ein institutioneller Anleger häufig bei fremd gemanagten Mandaten nicht die exakten Zeitpunkte der Ordervergabe und -abwicklung, sondern nur den Tag der Orderaufgabe kennt, so können auf dieser Basis einfache, weit weniger aufwändige, aber dennoch wertvolle Kostenanalysen für die gesamte Kapitalanlage des Anlegers durchgeführt werden. Die von Asset Managern angedienten Analysen basieren zwar häufig auf exakteren Daten, sie weisen aber den Nachteil auf, dass diese nicht unabhängig sind und dass diese nur zum Teil einen kleinen Ausschnitt der Gesamtanlage darstellen. Die Transaktionskostenanalyse auf Tagesdaten ermöglicht es dem Anleger, die Kosten und Kostenbestandteile der verschiedenen Asset Manager miteinander, aber auch mit denen der Eigenanlage zu vergleichen. Eine solche Analyse schafft Transparenz bei den Asset Managern und setzt so Anreize zur Optimierung des Transaktionsprozesses. Optimierungsmöglichkeiten ergeben sich beispielsweise schon dann, wenn die Brokergebühren eines Asset Managers deutlich höher sind als die durchschnittlichen Brokernkosten über alle Asset Manager. Auch kann es sinnvoll sein, einzelne Orders mit besonders hohen Kosten zu analysieren und beim Asset Manager nach den Gründen für diese Kosten zu fragen, wenn diese nicht offensichtlich sind.
3. Messung der Fondsumsatzes: Häufig lassen sich Transaktionskosten durch eine Reduktion des Fondsumsatzes optimieren. Aus diesem Grund ist es für den Anleger ratsam, regelmäßig die Höhe des Fondsumsatzes zu bestimmen und vom Asset Manager begründen zu lassen. Der Vergleich des Fondsumsatzes mit denen von Fonds mit vergleichbaren Managementstilen (Peergroup-Analyse) kann schnell und einfach Aufschluss über die Angemessenheit des Umsatzes geben.
4. Vermeidung von Orderplatzierungen in unsicheren Märkten: Handelt der Anleger im Rahmen der Eigenanlage selbst oder gibt er bei Fremdmandaten Vorgaben für die Orderausführung, so ist darauf zu achten, dass Orders nicht in unsicheren Märkten platziert werden. Hohe Geld-Brief-Spannen und Intraday-Volatilitäten sind Indikatoren für unsichere Märkte. Dabei müssen die Anleger nicht auf aufwändige Analysen dieser Kennzahlen zurückgreifen, sondern können bereits mit einfachen Regeln die Orderaufgabe in unsicheren Märkten vermeiden. So ist der Handel zu Wochen- und Tagesbeginn i.d.R. mit einer höheren Informationsunsicherheit verbunden, da in der handelsfreien Zeit generierte Informationen erst mit Handelseröffnung am Markt verarbeitet werden können. Somit ist eine Orderplatzierung zu Handelsbeginn und an Montagen zu vermeiden. Statistisch ist auch an Freitagen eine geringe Liquidität zu beobachten.

Die angeführten Regeln sind Beispiele für einfache Maßnahmen zur Optimierung der Transaktionskosten aus Sicht eines institutionellen Anlegers. Weitere Regeln lassen sich aus einer fortlaufenden Transaktionskostenanalyse ableiten.

4. Fazit

Insbesondere die in Deutschland historisch verbreitete Quersubventionierung der vergleichsweise geringen Managementgebühren über die Transaktionskosten macht eine gemeinsame Analyse dieser Kosten notwendig. Anleger sollten auf eine adäquate Vergütung des Fondsmanagements, aber auch der Ausführung und des Research achten. Dabei sollten zu hohe, aber auch zu niedrige Gebühren und Kosten vermieden werden. Zu hohe Kosten belasten unnötig die Fondsperformance, zu geringe Kosten können dauerhaft ungewünschte Effekte wie beispielsweise ein verdeckte Quersubventionierung oder ein weniger engagiertes Fondsmanagement mit einer daraus resultierenden schlechten Performance nach sich ziehen. Die Untersuchung hat gezeigt, dass die adäquate Bestimmung insbesondere der performanceabhängigen Managementgebühren und die Analyse der Transaktionskosten detailliertes Bewertungs- und Analysewissen voraussetzen. Institutionellen Anlegern ist deshalb zu empfehlen, sich bei der Festlegung der Managementgebühren und der Analyse der Transaktionskosten den Rat unabhängiger Experten einzuholen.

Literaturverzeichnis

Barclay, M.J./ Warner, J.B. (Barclay/ Warner, 1993): Stealth trading and volatility: Which trades move prices, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 34, S.281-306.

Bhattacharya, S./ Pfleiderer, P. (Bhattacharya/ Pfleiderer, 1985): Delegated Portfolio Management, in *The Journal of Economic Theory*, Vol. 36, S. 163-187.

Brown, K.C./ Harlow, W.V./ Starks, L T. (Brown/ Harlow/ Starks, 1996): Of Tournaments and Temptations: An Analysis of Managerial Incentives in the Mutual Fund Industry, in *The Journal of Finance*, Vol. 51, S. 85-110.

Cushing, D./ Madhavan, A. (Cushing/ Madhavan, 2001): The Hidden Cost of Trading at the Close, in *The Journal of Trading*, Vol. 1, S. 12-19.

Das, R.D./ Sundaram, R K. (Das/ Sundaram, 1998): On the Regulation of Fee Structures in Mutual Funds, in *NBER Working Papers 6639*, hrsg. von National Bureau of Economic Research, Inc., Cambridge, MA 1998.

Dybvig, P.H./ Farnsworth, H.K./ Carpenter, J.N. (Dybvig/ Farnsworth/ Carpenter, 2010): Portfolio Performance and Agency, in *The Review of Financial Studies*, Vol. 23, S. 1-23.

Elton, E.J./ Gruber, M.J./ Blake, C.R. (Elton/ Gruber/ Blake, 2003): Incentive Fees and Mutual Funds, in *The Journal of Finance*, Vol. 58, S. 779-804.

- Goetzmann, W.N./ Ingersoll, J./ Ross, S. (Goetzmann/ Ingersoll/ Ross, 1997):** High Water Marks, in NBER Working Papers: 6413, hrsg. von National Bureau of Economic Research, Inc., Cambridge, MA 1998.
- Golec, J./ Starks, L. (Golec/ Starks, 2004):** Performance Fee Contract Change and Mutual Fund Risk, in The Journal of Financial Economics, Vol. 73, S. 93-118.
- Grinblatt, M./ Titman, S. (Grinblatt/ Titman, 1989):** Adverse Risk Incentives and the Design of Performance-based Contracts, in Management Science, Vol. 35, S. 807-822.
- Hasbrouck, J./ Schwartz, R.A. (Hasbrouck/ Schwartz, 1988):** Liquidity and Execution Costs in Equity Markets - How to define, measure, and compare them, in: The Journal of Portfolio Management, Spring 1988, S. 10-16.
- Investment & Pensions Europe, (IPE, 2010):** IPE Institutional Asset Management Survey 2010, hrsg. von IPE International Publishers Limited, London, England, 2011.
- Jensen, M.C./ Meckling, W.H. (Jensen/ Meckling, 1976):** Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, in The Journal of Financial Economics, Vol. 3, S. 305-360.
- Johanning, L./ Kleeberg, J./ Schlenger, C. (Johanning/ Kleeberg/ Schlenger, 2003):** Transaktionskosten und Best Execution im Aktienportfoliomanagement, in Handbuch Asset Allocation - Innovative Konzepte zur systematischen Portfolioplanung, Uhlenbruch Verlag, Bad Soden/Ts. 2003, p. 459-498.
- Kapur, S./ Timmermann, A. (Kapur/ Timmermann, 1999):** Equilibrium Effects of Relative Performance Evaluation Contracts, mimeo, The University of London und The London School of Economics.
- Keim, D.B./ Madhavan, A. (Keim/ Madhavan, 1998):** The Cost of Institutional Trades, in: Financial Analysts Journal, Vol. 54, No. 4, p. 50-69.
- Kleeberg, J.M./ Billmann, M./ Hertlein, F. (Kleeberg/ Billmann/ Hertlein, 2008):** Strukturierte Managerauswahl: Erfolgsfaktoren und Best Practice, in: Marc Herzog, Lutz Johanning und Maik Rodewald (Hrsg.): Handbuch Vertriebs-Exzellenz im Asset Management, Uhlenbruch, Bad Soden, S. 185-211.
- Lane Clark & Peacock, (LCP, 2010):** Investment Management Fee Survey 2010, hrsg. von Lane Clark & Peacock LLP, London, England, 2010
- Maug, E./ Naik, N. (Maug/ Naik, 1996):** Herding and Delegated Portfolio Management, mimeo, London Business School
- Mössle, K. (Mössle, 2008):** Der institutionelle Vertrieb: Rahmenbedingungen und Evolution, in: Marc Herzog, Lutz Johanning und Maik Rodewald (Hrsg.): Handbuch Vertriebs-Exzellenz im Asset Management, Uhlenbruch, Bad Soden, S. 3-15.
- Perold, A.F. (Perold, 1988):** The Implementation Shortfall: Paper Versus Reality, Journal of Portfolio Management, Vol. 14, No 3, S. 4-9.
- Ross, L.B./ Turner, A.L. (Ross/ Turner, 1999):** Incentive Fees: Have our Fears been Unfounded?, in Russell Research Commentary, hrsg. von Frank Russell Company, New York, US, 1999.
- Ross, S. (Ross, 1973):** The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, in The American Economic Review, Vol. 63, S. 134-139.
- Saar, G. (Saar, 2001):** Price Impact Asymmetry of Block Trades: An Institutional Trading Explanation, in: Review of Financial Studies, Vol. 14, No 4, S. 1153-1181.
- Starks, L.T. (Starks, 1987):** Performance Incentive Fees: An Agency Theoretic Approach, in The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 22, S. 17-32.
- US Securities and Exchange Commission (SEC, 1998):** Inspection Report on the Soft Dollar Practices of Broker-Dealers, Investment Advisers and Mutual Funds, 22.09.1998.