

Kosten, Nutzen und Gebühren

Kosten in der Vermögensverwaltung sind nach wie vor ein zentrales Thema bei vielen institutionellen Anlegern. Unser Timeout diskutiert aber weder die heutigen Niveaus von Portfolio- oder Fonds-TERs noch Performancegebühren, sondern erörtert unterschiedliche Wahrnehmungen und Empfindungen bei Kosten. Wir skizzieren unsere Eindrücke anhand zweier Typen von Kosten-Philosophien, die erklären, weshalb es zu hitzigen Diskussionen kommen kann.

Ein notwendiger Disclaimer

Ob Kosten oder ganz generell Preise für Güter fair und angemessen sind, bleibt in unseren Augen immer subjektiv. Daher teilen wir im Timeout lediglich unsere Eindrücke und verzichten so bewusst auf Wertungen. Wir haben zwar eine Meinung, was Anlageprodukte wert sind und was sie unserer Ansicht nach kosten dürfen, aber diese soll in der Timeout-Diskussion über Philosophien nichts zur Sache tun. Daher betonen wir, dass alle folgenden Beispiele illustrativer Natur und weder wertend noch verurteilend sind. Wer nun TER-Übersichten von Fonds und Anlageklassen sucht, sollte das Timeout zur Seite legen. Wir erörtern hier lediglich Erklärungsansätze für intensive Kosten-Diskussionen in Anlagegremien und unter Kollegen.

Wir beobachten seit Jahren, dass Diskussionen in Anlagegremien tendenziell hitziger und emotionaler werden, wenn es um Kosten in der Vermögensverwaltung geht. Konkret in der Schweiz um den TER (Total Expense Ratio), sowohl auf Portfolioebene als auch auf Ebene einzelner Anlageklassen und Produkte. Wir gewinnen den Eindruck, dass zwei verschiedene Philosophien hinter vielen eskalierenden Gesprächen stehen. Wir möchten mit unserem Timeout helfen, unterschiedliche Sichtweisen und Perspektiven einzunehmen. Der Einfachheit halber, teilen wir dafür die Anlegerschaft in zwei Gruppen ein: eine Aufwand-orientierte und eine nutzenorientierte. Natürlich ist uns klar, dass es auch Mischformen und Ausnahmen gibt, aber eine Erörterung anhand zweier simpler Gruppen erleichtert die Gedankengänge erheblich.

Auf der einen Seite werden Kosten als Vergeltung für einen Aufwand betrachtet. Der Anbieter wendet Zeit, Knowhow und Ressourcen auf, für die er entschädigt

werden will. Auf der anderen Seite werden die Kosten im Verhältnis zum resultierenden Nutzen gesehen, den ein Produkt oder eine Dienstleistung erbringt.

Kosten als Aufwand für eine Dienstleistung

Diese Sichtweise stellt typischerweise Zeit, Knowhow und Ressourcen beim Anbieter in den Vordergrund. Schreiner und Ärzte verrechnen uns die Kosten für ihr benötigtes Material, ihr Knowhow sowie ihre Zeit. Je umfangreicher und spezifischer die Ausbildung und das Knowhow, desto höher die Stundenansätze. Und das relativ unabhängig vom erzielten Nutzen. Man hätte den Tisch auch selber schreinern können oder sich die lokale Anästhesie selbst verabreichen, um die offene Wunde zu nähen. Spezialisten verfügen aber über viel mehr Erfahrung und Knowhow, was bessere Ergebnisse liefern dürfte. Vergleichbare Beispiele von Finanzdienstleistungen stellen Kontoführungen plus gutem E-Banking oder Währungstransaktionen dar.

Die zentralen Fragen bei der Philosophie sind, ob die Qualität der Dienstleistung, der Stundenansatz und die verrechnete Zeit stimmen. Man beschwert sich, wenn die Qualität ungenügend ist oder verrechnete Stundenansätze oder Zeiten übertrieben lang wirken. Alle drei Aspekte sind objektiv messbar, diskutierbar und mit Konkurrenzofferten im Markt vergleichbar.

Kosten im Verhältnis zum Nutzen

Bei dieser Sichtweise stellen die Leute den Nutzen in den Vordergrund, den ihnen ein Produkt oder eine Dienstleistung liefert. Die Zeit, welche der Anbieter für den Output aufwendete, interessiert nicht sonderlich. Auch Kosten für Material, Knowhow und Ressourcen sind sekundär, solange der Nutzen befriedigt.

Nutzen ist immer subjektiv. Der Nutzen einer Louis Vuitton Tasche oder eines Aston Martins, Tickets fürs Kilchberger Schwinget oder für ein Konzert von Gölä sowie der Genuss von Grand Cru Weinen oder Kaviar sind für einige von uns um ein Vielfaches höher als für andere. Es ist daher unmöglich, Nutzen objektiv zu messen und zu beurteilen. Deshalb ist auch die hohe Zahlungsbereitschaft nutzenorientierter Menschen aus Sicht aufwandorientierter Leute mit anderen Präferenzen häufig kaum nachvollziehbar. Solange die Ausgaben der Leute privat bleiben, treten auch selten ernsthafte Diskussionen auf. Wenn es aber um fremdes Geld und eine gemeinsam geteilte Verantwortung dafür geht, scheiden sich die Geister.

Kosten und Gebühren in der Finanzwelt

Der berühmte Stein des Anstosses bei Diskussionen über VW-Kosten liegt oft in der Höhe der Gebühren und der Ausgestaltung. Was Performance-Gebühren angeht, verweisen wir an der Stelle auf unser Timeout Nr. 121, das vor allem die Verhandlungsmacht der top Manager erörtert, die heute hohe und performance-basierte Gebühren verlangen und auch erhalten. Wir verzichten bewusst auf eine Repetition an der Stelle, obwohl natürlich auch deswegen lange Diskussionen (auch über Anreize) geführt werden, und fokussieren hier nur auf traditionelle Managementgebühren.

In der Finanzwelt werden Kosten bzw. Gebühren für praktisch alle Anlageprodukte über Prozent- und Basispunkte (100 Bps sind 1%) abgerechnet. Das bietet den Vorteil, dass die Belastung der Gebühren nicht individuell für jeden Kunden erfolgt, sondern generell über den Fonds abgerechnet werden kann. Zudem erlaubt es dem Fondsmanager, im Erfolgsfall am Wachstum des Fonds über gute Performance zu partizipieren (0.5% Gebühren auf 10 Mrd. sind deutlich ertragsreicher als 0.5% auf 10 Mio.). Neben dieser Gemeinsamkeit offenbaren sich aber auch hohe Unterschiede in den Gebühren und Gebührenmodellen von Managern. Hier zwei divergierende Beispiele:

Passive Anlagefonds und ETFs in Indexprodukte sind bereits ab Kleinstbeträgen für wenige Basispunkte erhältlich. Dies, obwohl die notwendigen Ressourcen und die Komplexität für die Replikation breiter Indizes nicht zu unterschätzen sind und der finale Nutzen für Anleger in Form von relativ sicherem Exposure zu den gewünschten Aktien oder Anleihen hoch erscheint. Es ist naheliegend, dass intensiver Wettbewerb, technische Automatisierung und erzielbare Skaleneffekte bei den grossen Anbietern die heutigen Kosten bzw. geforderten Gebühren praktisch auf Null treiben.

Anders die Ausgangslage bei aktiven Anleihen- oder Aktienfonds, deren Gebühren deutlich höher liegen, weil von Anbieterseite ein höherer Aufwand für Know-how und Research in Rechnung gestellt wird. Das, obwohl im Voraus der Erfolg und damit der Nutzen aktiver Titelselektion (oder Ausschlüssen) zwingend offen bleibt, da vergangene Performance bekanntlich nicht für künftige Performance garantiert. Zudem herrscht zwar auch bei traditionellen Fonds intensiver Wettbewerb zwischen den Anbietern, aber trotzdem gelingt es heute immer noch vielen Anbietern, die Hoffnung der Kunden auf Alpha zu wecken oder zu erhalten und solche Produkte erfolgreich anzubieten.

Die Wurzel des Missverständnisses

Das Problem liegt für uns in konträren Vorstellungen und Philosophien zur fairen und angemessenen Entlohnung von Managern für ihre Anlagedienstleistung. Es geht uns nicht um Wertungen vorgebrachter Argumente, sondern um Vermittlung anderer Ansichten.

In der aufwandorientierten Welt ist es als Angestellter unmöglich, steinreich zu werden. Weder für Ärzte oder Schreiner noch für Fondsmanager, weil die Verrechnung von Stunden das Ertragspotenzial limitiert. Der Arbeitsaufwand für Fondsmanager ist grundsätzlich überschaubar, selbst wenn sie hart arbeiten, Knowhow aufweisen, und top Ressourcen einsetzen. Wofür dann die exorbitanten Saläre? Häufig betonen Vertreter der Aufwand-Philosophie, dass sie mit Blick auf Managerboni besser selbst einen Fonds eröffnen und damit reich werden sollten. Die Tatsache, dass nur eine kleine Minderheit solche Erfolge feiern kann, wird ausgeblendet, weil weder die Einzigartigkeit noch das Knowhow oder das Talent von Managern wahrgenommen oder respektiert werden. Dass sie nicht singen können wie James Blunt, programmieren wie Vitalik Buterin oder laufen wie Usain Bolt akzeptieren Vertreter der Aufwand-Sicht zwar noch. Nicht aber, dass Fondsanbieter ohne Alpha-Garantien und nur dank dem Geld anderer Leute Milliarden erhalten.

Demgegenüber stehen nutzenorientierte Anleger, die hohe Gebühren zur Kenntnis nehmen und sogar mit einer gewissen Zufriedenheit zahlen, solange sie dank diesen Managern selbst höhere Renditen erzielen. Diese nutzenorientierte Sicht findet sich sowohl mit der asymmetrischen Gewinnverteilung ab, als auch mit der Tatsache, dass aktive Manager immer Alpha versprechen aber nur wenige davon reüssieren. Dieser Anlegertyp akzeptiert zudem auch Renditen unter Versprechungen bzw. Indizes, ohne die ganze Finanzbranche in Frage zu stellen. In anderen Worten gehören die erfolgreichen aktiven Manager nach der nutzenorientierten Philosophie eher zur Gruppe um Ausnahmetalente wie Blunt, Buterin oder Bolt, deren Können ihren Reichtum legitimiert und nicht zu den Glücksrittern, die sich nur selbst bereichern. Nein, wir erwarten nicht, dass Leser, die im Timeout bis hier gekommen sind, ihre Philosophie nun ändern. Es steht uns gar nicht zu, das zu erwarten, weil die Beurteilung von Kosten, Gebühren und Nutzen für uns subjektiv ist. Wenn es gelingt, eine zusätzliche und nützliche Perspektive in die heutige Diskussion einzubringen und verschiedene Auffassungen von Kosten leichter nachvollziehbar zu machen, freuen wir uns bereits.