

Die Vermögensfrage

Aktive Vermögensverwaltung ist ein teures Vergnügen

Von Volker Looman

29. Juli 2006

Die Frage nach der günstigeren Variante für die Verwaltung von Wertpapieren – aktiv oder passiv – ist so alt wie die Geldanlagen selbst. Seit vielen Jahren tobt unter Investoren der Streit, ob es sich lohnt, aus Anleihen und Aktien durch ständiges Umschichten soviel wie möglich herauszuholen – oder ob es nicht sinnvoller ist, das Kapital zu Beginn einmal auf mehrerer Körbe zu verteilen und danach einfach mit dem Markt zu schwimmen. Öl in dieses Feuer hat jetzt e-fundresearch.com gegossen. Das Analysehaus aus Wien hat sich Aktienfonds angesehen, die in Deutschland, Österreich und in der Schweiz zugelassen sind, und dabei die Frage gestellt, wie viele Vermögensverwalter in den vergangenen zehn Jahren besser als ihr jeweiliger Börsenindex abschnitten (siehe auch: [Nur wenige Aktienfonds schlagen den Index](#)).



Das Ergebnis fiel ernüchternd aus: Lediglich 15 von 100 Managern, die das Geld ihrer Kunden in den Vereinigten Staaten von Amerika angelegt haben, waren besser als der bekannte Standard-&Poor's-500-Index. Noch schlechter sieht es bei europäischen Aktienfonds aus: Hier haben nur 10 Prozent der Geldverwalter den MSCI-Europe-Index geschlagen, so daß sich die Frage nach Alternativen stellt. Sie werden in folgendem Beispiel deutlich.

Die Ideen in Zahlen

Ein Anleger ist 50 Jahre alt und hat 500.000 Euro geerbt. Das Geld soll zehn Jahre zu gleichen Teilen in Anleihen und Aktien investiert werden. Trotz der Bereitschaft, eine Hälfte des Erbes in Aktien anzulegen, sucht der Mann sichere Anlagen. Bei den Anleihen schweben ihm Staatsanleihen vor. Bei den Aktien stehen Unternehmen, die in großen Börsenindizes enthalten sind, an erster Stelle. Die Erträge, welche die Anleihen und Aktien abwerfen, will der Investor, der einen Steuersatz von 40 Prozent hat, für den täglichen Konsum verwenden und nicht wieder anlegen.

Die groben Vorstellungen reichen aus, um die Ideen in Zahlen zu fassen. Bei den Anleihen kann der Anleger zur Zeit mit Erträgen von 4 Prozent pro Jahr rechnen. Bei den Aktien sind, wenn der Anleger das notwendige Glück hat, jährlich 8 Prozent zu verdienen. Daraus ergibt sich ein Zahlungsstrom, der mit 500.000 Euro beginnt. Danach fließen dem Anleger zehn Jahre lang je 20.000 Euro in die Tasche, wenn die Erträge der Aktien zur Hälfte ausgeschüttet werden. So wird das Depot durch die Kurssteigerungen der Aktien bei 640.000 Euro stehen. Das führt zu Jahresrenditen von 5,84 Prozent vor Steuern und 4,67 Prozent nach Steuern.

Aktive Vermögensverwaltung oder Investmentfonds?

Die beiden Ergebnisse sind für den Anleger nur eine grobe Richtschnur, weil die Verzinsungen, so makaber das klingt, nicht erzielbar sind. Das liegt an den Kosten, die beim Kauf und bei der Verwaltung des Geldes anfallen. Die erste Möglichkeit ist der Gang zur Bank. Hier wird dem Kunden in der Regel die aktive Vermögensverwaltung angeboten. Dahinter verbirgt sich das Angebot der Bank, dem Anleger einen individuellen Vermögensverwalter zur Seite zu stellen. Die persönliche Betreuung kostet bei deutschen und schweizerischen Großbanken etwa 1,4 Prozent pro Jahr – und in dieser Pauschale sind alle Kosten enthalten. Die jährlichen Spesen von 7.000 Euro senken die Rendite des Depots auf 4,66 Prozent vor Steuern und 3,81 Prozent nach Steuern.

Die zweite Möglichkeit ist der Einstieg in Investmentfonds. Die eine Hälfte fließt in einen Rentenfonds, die andere wird in einen Aktienfonds gesteckt. Dahinter verbergen sich standardisierte Vermögensverwaltungen. Der jeweilige Fondsmanager legt das Kapital seiner Kunden nach eigenen Vorstellungen an. Dafür ist die Geschichte in der Regel billiger. Wenn die Ausgabeaufschläge halbiert werden, wird der Beitritt in den Rentenfonds etwa 1,25 Prozent kosten, der Eintritt in den Aktienfonds wird mit 2,5 Prozent zu Buche schlagen. Die laufenden Kosten liegen bei 0,5 und einem Prozent pro Jahr. Die einmaligen Ausgaben von 9.375 Euro und die laufenden Gebühren von 3.750 Euro pro Jahr drücken die Rendite des Depots auf 5,04 Prozent vor Steuern und 4,01 Prozent nach Steuern.

Vermögensverwalter sind vorsichtiger geworden

Die dritte Möglichkeit ist die passive Vermögensverwaltung. Der Anleger besorgt sich zwei Indexfonds, welche die gewünschten Anlagen abbilden. Bei den Anleihen gibt es im Börsenhandel diverse Indexfonds auf deutsche oder europäische Staatsanleihen. Genauso werden verschiedene Indexfonds auf deutsche, europäische oder amerikanische Aktien angeboten. Der größte Vorteil dieser Lösung sind die geringen Kosten. Der Kauf und der Verkauf kosten jeweils 0,5 Prozent, die laufenden Gebühren liegen bei 0,25 Prozent pro Jahr. Das belastet die Anlage mit einmaligen Kosten von 5.000 Euro und laufenden Gebühren von 1.250 Euro. Dadurch sinkt die jährliche Rendite auf 5,54 Prozent vor Steuern und 4,43 Prozent nach Steuern. Die Differenz zwischen der ersten und der dritten Verpackung beträgt 88 Basispunkte vor Steuern und 62 Basispunkte nach Steuern. Das ist ein Unterschied von 36.000 Euro, so daß der individuelle Vermögensverwalter aus Sicht des Anlegers gewaltig unter Druck steht. Er muß den Rentenindex und den Aktienindex auf die Dauer von zehn Jahre um jeweils 88 Basispunkte schlagen. Doch die Wahrscheinlichkeit, daß er diese Aufgabe lösen wird, ist sehr gering.

Ursache ist die steigende Passivität der meisten Fondsmanager. Die durchschnittliche Abweichung vom Index – der sogenannte Tracking Error – beträgt zum Beispiel bei europäischen Aktienfonds nur noch 4 Prozent. Vor fünf Jahren lag der Wert noch bei 8 Prozent. Das heißt im Umkehrschluß, daß die Vermögensverwalter in den vergangenen Jahren vorsichtiger geworden sind, weil sie offenbar Angst haben, sich in die Nesseln zu setzen. Die steigende Passivität ist jedoch Gift für das Ansehen der Vermögensverwalter. Sie müssen etwas wagen, um die höheren Kosten zu rechtfertigen – mit einer Abweichung von 4 Prozent zum Vergleichsindex ist es nicht getan. Im vorliegenden Beispiel führt die Renditedifferenz von 88 Basispunkten zu einem Tracking Error von 16 Prozent.

Eine Geschichte mit Haken und Ösen

Hinzu kommt die Tatsache, daß die Vermögensverwalter die Kundendepots heute schneller umschlagen als früher. Lag die durchschnittliche Portfolio-Turn-over-Ratio – also der Umschlag in Prozent des Volumens – früher bei unter 20 Prozent, so ist dieser Wert in der Zwischenzeit auf durchschnittlich 100 Prozent angestiegen. Früher hielten die Manager einen Titel in der Regel fünf Jahre, heute sind es im Schnitt nur noch zwölf Monate. Damit sind jedoch hohe Spesen verbunden, die dem Anleger die Suppe versalzen.

Die harten Zahlen zeigen in aller Deutlichkeit, daß die aktive Vermögensverwaltung eine Geschichte mit Haken und Ösen ist. Sie lohnt sich für Anleger, die Wert auf solide Hausmannskost legen, in der Regel nicht, weil die Kosten im Verhältnis zum Ertrag zu hoch sind. Die aktive Vermögensverwaltung lohnt sich nur in uneffizienten Märkten. Für die etablierten Märkte kann die Devise nur lauten: Geld breit streuen und Kosten niedrig halten, sonst geht es an die Substanz.

Der Autor ist Finanzanalytiker in Reutlingen.

Text: F.A.Z.