

Sylvia Spruck

Finanzintermediation in der Fondsindustrie

Diplomarbeit

BEI GRIN MACHT SICH IHR WISSEN BEZAHLT



- Wir veröffentlichen Ihre Hausarbeit, Bachelor- und Masterarbeit
- Ihr eigenes eBook und Buch - weltweit in allen wichtigen Shops
- Verdienen Sie an jedem Verkauf

Jetzt bei www.GRIN.com hochladen
und kostenlos publizieren



Finanzintermediation in der Fondsindustrie

Sylvia Spruck

vorgelegt in der Diplomprüfung
im Studiengang Volkswirtschaftslehre
der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät
der Universität zu Köln

Köln, im März 2008

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	II
1 Einleitung	1
2 Verhältnis des Anlegers zu dem Fondsmanager	4
2.1 Prinzipal-Agenten-Beziehung	4
2.2 Prinzipal-Agenten-Problem im delegierten Portfoliomanagement	7
2.2.1 Vertragstheoretische Lösung im Ein-Perioden-Modell.....	9
2.2.2 Vertragstheoretische Lösung im Mehr-Perioden-Modell.....	13
2.3 Gleichgewichtsbetrachtung des delegierten Portfoliomanagements	16
2.4 Überwindung vertragstheoretischer Probleme durch einen Intermediär.....	20
3 Einfluss eines Finanzintermediärs auf die Vertragsparteien	22
3.1 Modellstruktur	23
3.2 Gleichgewicht ohne Beeinflussung.....	25
3.2.1 Verhalten des Anlegers im Gleichgewicht.....	25
3.2.2 Verhalten des Intermediärs im Gleichgewicht	27
3.2.3 Verhalten des Fondsmanagers im Gleichgewicht	29
3.3 Gleichgewicht bei Beeinflussung.....	31
3.4 Gleichgewicht ohne Intermediär	36
3.5 Diskussion der Ergebnisse	37
4 Abgleich der Modellergebnisse mit empirischen Studien	42
4.1 Performancevergleich aktiver Fonds zu einer Benchmark.....	43
4.2 Einfluss von Investmentkanälen auf Fonds.....	47
5 Zusammenfassung und Ausblick	52
Anhang	55
Literaturverzeichnis	64

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 3.1: Direkte Investition in den aktiven Fonds	37
Abbildung 3.2: Größe des aktiven Fonds.....	38
Abbildung 3.3: Gebühren des Fondsmanagers	39
Abbildung 3.4: Nettogewinn des aktiven Fonds	40
Abbildung 3.5: Gewinn des Fondsmanagers	41
Abbildung 3.6: Gewinn der Investoren	42

1 Einleitung

Sparer nutzen in einem immer stärkeren Maße die Möglichkeit, ihr Geld in Investmentfonds anzulegen.¹ Eine Kapitalanlagegesellschaft sammelt das Geld der Anleger und bündelt es in einem Investmentfonds. Diese Gelder werden nach dem Grundsatz der Risikomischung in gesetzlich zugelassenen Vermögensgegenständen, gesondert vom eigenen Vermögen in Form von Sondervermögen investiert.² Statt selbst in Wertpapiere zu investieren, delegieren Anleger die Entscheidung an einen Fondsmanager. Dabei ist insbesondere der Anteil, welcher in aktiv verwaltete Fonds fließt, in den vergangenen Jahren kaum gesunken, obwohl keine Studie empirisch nachweisen konnte, dass sich Anleger bei einer solchen Anlage besser stellen als durch Investition in einen Indexfonds.³ Durchschnittlich erzielen aktiv verwaltete Fonds eine geringere Nettoperformance als Indexfonds.⁴ Hiermit stellt sich die Frage, weshalb Anleger sich für eine solche Anlageform entscheiden, obwohl bekannt ist, dass diese zu geringeren Erträgen führt als andere Anlagemöglichkeiten, die ebenso leicht genutzt werden können. Betrachtet man die Höhe der investierten Vermögen, so hat das Verhältnis von Anleger und Fondsmanager große Auswirkungen auf die Finanzmärkte als auch auf die makroökonomische Entwicklung.⁵ Somit ist ein besseres Verständnis der Natur und der Konsequenzen der Verträge im delegierten Portfoliomanagement sowohl für Politiker als auch für Wissenschaftler interessant und relevant. Als eine mögliche Erklärung für das Verhalten von Anlegern wird von Gruber (1996) die Beeinflussung seiner Entscheidung durch Marketing oder ein nicht rationales Handeln herangezogen.

Bis dato lag der Fokus der Literatur über delegiertes Portfoliomanagement auf der Beziehung zwischen Anleger und Fondsmanager. Immer wenn Menschen mit den Mitteln anderer wirtschaften, kommt es zu Agenten-Problemen. Sie werden versuchen, ihren Handlungsspielraum auszunutzen, um einen persönlichen Vorteil zu erlangen, der zumeist zu Lasten des Auftraggebers und der wirtschaftlichen Effizienz geht.⁶

¹ Wird in dieser Arbeit von Fonds gesprochen, so bezieht sich dies, soweit nicht anders angegeben, auf Investmentfonds.

² Vgl. Albrecht/Maurer (2005), S. 8.

³ Vgl. Gerth (2005), S. 174 f.

⁴ Wird in dieser Arbeit von Performance gesprochen, so ist damit eine Zahl gemeint, die auf der Fondsrendite basiert und risikoadjustiert ist.

⁵ Vgl. Deutsche Bundesbank (2008), S. 11 sowie vgl. Bundesverband Investment und Asset Management (2007), S. 55.

⁶ Vgl. Kieser/Walgenbach (2007), S. 50 f.

Diese Betrachtungsweise vernachlässigt jedoch die Tatsache, dass es verschiedene Investitionskanäle für Anleger gibt, durch die sie Geld anlegen können. Eine Vielzahl von Anlegern nutzt *Finanzintermediäre*⁷ bei der Investitionsentscheidung. Sie lassen sich entweder von Anlageberatern über Investmentfonds beraten, Gelder durch eine Vermögensverwaltung anlegen oder investieren in Altersvorsorgeprodukte, in denen die angelegten Gelder frei verwaltet werden, und treffen damit die Auswahlentscheidung oftmals nicht selbst.⁸ Hierfür entscheiden sich Anleger, da in der Regel zwischen dem Anleger und dem Fondsmanager divergierende Vorstellungen über Höhe der Kapitalanlage, Risiko und Informationsdefizite bestehen. Dies verursacht Probleme in der Vertragsbeziehung zwischen den Parteien. Es wird ein Finanzintermediär zwischengeschaltet. Dieser soll die Probleme bei der Durchführung von Finanztransaktionen reduzieren.⁹ In dieser Arbeit wird insbesondere der Informationstransfer durch die Beratungsfunktion, den ein Berater ermöglicht, im Vordergrund stehen. Es gibt Verträge, die nicht zwischen Anleger und Fondsmanager allein geschlossen werden. Stattdessen kann es zu einem Vertrag zwischen Finanzintermediär und Fondsmanager und einem weiteren zwischen Anleger und Finanzintermediär kommen.

Doch zeigten Bergstresser, Chalmers und Tufano (2007) in einer empirischen Studie, dass sich Anleger, welche die Entscheidung über die Vermögensanlage nicht selbst treffen, keine höhere Performance im Vergleich zu einem Indexfonds erzielen. Darüber hinaus gibt es mehrere Berichte darüber, dass Berater ihre Entscheidungen bezüglich der Portfoliogestaltung nicht ausschließlich im Interesse der Anleger treffen. Die Entscheidung wird vielmehr von der Höhe der Provisionen beeinflusst, die Berater von Fondsgesellschaften erhalten, wenn sie bestimmte Fonds verkaufen.¹⁰

Die hier dargestellte Situation hat sich jedoch lange in der Literatur über delegiertes Portfoliomanagement nicht widerspiegelt. In der Literatur gibt es in erster Linie zwei Teilbereiche, von denen keiner Finanzintermediäre in die Betrachtungen mit einbezieht. Die eine Richtung bei delegiertem Portfoliomanagement stellt entscheidungslogisch eine optimale Vertragsgestaltung dar. Hierbei abstrahiert sie weitestgehend von empirischen Rahmenbedingungen, unter denen Verträge geschlossen und erfüllt werden. Sie betrachtet Ressourcen und Kompetenzen als gegeben. Darüber hinaus gibt

⁷ Die Begriffe Finanzintermediär und Intermediär werden in dieser Arbeit synonym verwendet.

⁸ Vgl. Bundesverband Investment und Asset Management (2006), S. 1.

⁹ Vgl. Albrecht/Maurer (2005), S. 10 f.

¹⁰ Vgl. Bergermann (2008), S. 55 ff. sowie vgl. Johannes/Hechinger (2004), S. 1 ff.

es einen Teil, der versucht, die Ergebnisse empirischer Studien modelltheoretisch zu erklären.

Allerdings bleibt diese Sichtweise eine plausible Erklärung dafür schuldig, ob eine Investition über Finanzintermediäre sinnvoll sein kann und welchen Einfluss diese auf die Vertragsgestaltung haben.

Im Schwerpunkt dieser Arbeit soll daher eine alternative Sichtweise vorgestellt werden, bei der zusätzlich zu Anleger und Fondsmanager ein Intermediär betrachtet wird. Im Fokus steht dabei das Modell von Stoughton, Wu und Zechner (2007), das einen Vermögensberater zwischen die beiden Akteure stellt. Dabei soll geklärt werden, welche Auswirkungen ein Finanzintermediär in Form eines Vermögensberaters auf das Verhalten der Anleger und des Fondsmanagers und damit auf die Größe von Fonds, die Zu- und Abflüsse sowie die Fondsp performance besitzt. Darüberhinaus werden weitere Modelle dargestellt, die eine dritte Partei in ihren Betrachtungen berücksichtigen. Ding (2007) stellt die Beziehung von Anleger und Fondsmanager unter Einbeziehung eines Brokers dar. Grundy (2004) nutzt einen Intermediär, um Probleme der Vertragsgestaltung zwischen Anleger und Fondsmanager zu lösen. In den dargestellten Modellen zeigt sich, dass ein Intermediär dem Anleger bisweilen nicht zum Vorteil gereicht. Vielfach ist es der Fondsmanager, der von der Anwesenheit eines Intermediärs profitiert.

Es soll zunächst ein Einblick in die vorherrschenden Prinzipal-Agenten-Probleme bei delegiertem Portfoliomanagement gegeben und deren Implikationen für die Wertentwicklung von Investmentfonds dargestellt werden. Zusätzlich wird ein Intermediär eingeführt, der einen Einfluss auf die Beziehung zwischen Anleger und Fondsmanager hat (s. Abschnitt 2). Darauf aufbauend wird im Abschnitt 3 das formale Modell von Stoughton Wu und Zechner vorgestellt. Hier werden die Auswirkungen eines Intermediärs betrachtet, der vom Anleger mit der Verwaltung seines Vermögens beauftragt werden kann. Zunächst wird betrachtet, wie sich ein Intermediär verhält, der ausschließlich eine proportionale Gebühr in Abhängigkeit von der Wertentwicklung des von ihm verwalteten Vermögens erhält. Anschließend erhält der Intermediär zusätzlich eine Kompensation des Fondsmanagers und es wird untersucht, inwieweit sich durch das veränderte Verhalten des Intermediärs Fondsgröße, Gebühren sowie Zu- und Abflüsse verändern. Im Anschluss werden die Unterschiede zwischen einer Welt mit Intermediär und ohne Intermediär erarbeitet. Darauf aufbauend werden in Abschnitt 4 die Ergebnisse des Modells mit empirischen Ergebnissen abgeglichen und schließlich in Abschnitt 5 zusammengefasst und bewertet.