

Transition Manager – das unbekannte Wesen

Im angelsächsischen Raum ist Transition Management längst gang und gäbe. Anders sieht dies in Deutschland aus. Institutionelle Investoren überlassen die Umstrukturierungen von Portfolios vorwiegend ihren Asset Managern und lassen dabei eine Menge Geld liegen. Eine schlechte Implementierung kann das Jahres-Alpha eines Managers kosten.

Von Kerstin Bendix

Eine neue Anlagestrategie zu implementieren, bedeutet nicht nur Arbeits-, sondern auch Zeitaufwand. Jeweils Wochen erfordern Asset-Liability-Studien, die daraus abgeleitete Asset Allocation und die damit verbundene Auswahl der Asset Manager. Um diesen zeitraubenden Prozess teilweise zu kompensieren, soll dann zumindest die Transition der Assets möglichst schnell über die Bühne gehen. Beim Austausch der Assets lassen viele Investoren jedoch nicht die gleiche Sorgfalt walten wie bei den vorhergehenden Schritten, obwohl sich erhebliche Kosten vermeiden ließen. „Transaktionskosten sind ein Hygienefaktor. Wenn ich den sauber halte, kann ich viel Geld sparen, egal, ob die Anlageentscheidung richtig oder falsch war“, erklärt Philipp Henrich, Geschäftsführer von dem auf Transaktionskostenanalysen spezialisierten Berater XTP.

Spezialisten im Umstrukturieren von Portfolios sind Transition Manager. Ihre Aufgabe ist es, so schnell wie möglich das Portfolio in die neue Zielstruktur zu bringen und gleichzeitig die Kosten zu reduzieren. In Deutschland werden diese Dienste bislang selten genutzt. „Das Vertrauen in die Asset Manager ist sehr hoch“, bemerkt Jürgen Winter, Leiter Transition Management Solution bei Universal Investment. Somit vertrauen institutionelle Investoren bei Umstrukturierungen lieber auf ihre alten oder neuen Asset Manager. Ob diese Vorgehensweise tatsächlich der bestmögliche Weg ist, muss jedoch bezweifelt werden. Die denkbar schlechteste Wahl ist sicher, den das Mandat verlierenden Asset Manager mit dieser Aufgabe zu betrauen, da dieser im Prinzip keine Anreize mehr hat, seine Wertpapiere unter Berücksichtigung von Best Execution zu verkaufen. Auch der neue Manager scheint keine bessere Lösung zu sein, selbst wenn er Performance Fees erhält. Denn meist wird er erst ab dem Zeitpunkt gemessen und bezahlt, zu dem sein definiertes Startportfolio steht. In der

Zwischenzeit hat er Performance Holiday. „Der neue Asset Manager braucht Zeit, um sein Portfolio aufzubauen. Das kann schon einmal zwei Wochen dauern. In dieser Zeit ist er häufig Benchmark-neutral“, erläutert Winter. In der Umbauphase liegt das eigentliche Portfoliomanagement brach, und die ursprüngliche Asset Allocation ist aufgehoben. Der Investor verzichtet unter Umständen auf Rendite. „Durch eine schlechte Implementierung kann das Jahres-Alpha des Managers verloren gehen“, sagt Sebastian Hofmann-Werther, Head of Germany von Russell Investments. Im vergangenen Jahr hat der US-amerikanische Manager weltweit 758 Transitionen mit einem Volumen von 620 Milliarden US-Dollar durchgeführt.

Viel Aufklärungsbedarf in Deutschland

Wie viel Geld mit einer schlechten Transition vernichtet wird, ist deutschen Investoren meist nicht bewusst. Transition Manager sind vielerorts ein unbekanntes Wesen. „Wir haben viele Gespräche mit potenziellen Kunden. Da geht es vor allem um Aufklärung, was Transition Management überhaupt ist. In diesen Gesprächen hat man einen relativ hohen Aha-Effekt“, berichtet Hofmann-Werther. Kunden hat Russell Investments in Deutschland zwar bereits, diese lassen sich jedoch an ein, zwei Händen abzählen. Das mag unter anderem auch daran liegen, dass Russell Investments erst seit knapp 18 Monaten damit am deutschen Markt präsent ist. Im Oktober soll ein Büro in Frankfurt eröffnet werden. Hofmann-Werther ist überzeugt, dass Transition Management bei deutschen Investoren zunehmend auf offene Ohren stößt und sein Unternehmen hier künftig mehr Geschäft machen wird. Auch XTP-Geschäftsführer Henrich sieht die Bedeutung per se wachsen: „Es ist immer schwieriger, Alpha-Quellen aufzutun.“

In Relation dazu steigt die Bedeutung von Transition Management.“ Der auf Transaktionskostenanalysen spezialisierte Berater sieht für sich in diesem Feld durchaus Geschäftspotenzial. Henrich kann sich vorstellen, für Investoren das Reporting zu übernehmen. Dies wäre eine logische Weiterentwicklung der bisher angebotenen Dienstleistungen rund um Transaktionskostenanalysen.

Asset Managern kann man nicht unbedingt zum Vorwurf machen, dass sie die Umstrukturierung unter Kosten- und Risikogesichtspunkten nicht optimal ausführen. Ihre Kernkompetenz liegt nicht im Umschichten, sondern im Managen von Portfolios, dafür werden sie bezahlt. Wenn ein Asset Manager die Transition durchführt, kommt es nicht selten vor, dass die alten Positionen komplett verkauft werden und in Cash gegangen wird. Erst danach wird das Zielfortfolio aufgebaut. Der Investor kann dabei viel Geld verlieren, nämlich dann, wenn sich der Markt nach oben bewegt, während er in Kasse ist. „Das kann auch gut laufen. Aber das ist eine aktive Wette“, wirft Winter ein.

Anstatt komplett in Cash zu gehen, arbeiten Transition Manager mit verschiedenen Handelsstrategien. „Um auch während der Übergangsphase möglichst nah am Risiko-Rendite-Profil der Zielstruktur zu sein, werden häufig unter anderem Futures oder ETFs eingesetzt“, so Winter. Gesucht ist also die richtige Handelsstrategie für das jeweilige Portfolio und somit die optimale Balance zwischen Market Impact und Opportunitätskosten. Generell gilt: Je illiquider ein Wertpapier ist, desto mehr Zeit sollte man sich mit der Umschichtung lassen. In diesen Fällen kann ein Crossing attraktiv sein. Bei einem liquiden Wertpapier, zum Beispiel aus dem Stoxx 50, würde sich das Warten auf eine geeignete Möglichkeit zum Crossen indes nicht lohnen. Die Opportunitätskosten würden zu groß werden.

Welchen Anteil die impliziten Kosten am Gesamtkostenblock während einer Umschichtung ausmachen, ist vielen Investoren nicht bekannt. Häufig sehen sie nur die expliziten Kosten, also Provisionen und Gebühren. Das ist jedoch nur die berühmte Spitze des Eisbergs. „Die expliziten Kosten machen ungefähr 20 Prozent aus. Der Hauptteil der Transaktionskosten, also die impliziten Kosten, haben viel mehr Auswirkungen auf das Gesamtergebnis“, erläutert Manuela Schwab, Portfolio-Managerin bei Russell Investments. „Die impliziten Kosten werden von Investoren komplett vernachlässigt, obwohl sie erfahrungsgemäß 80 Prozent der Gesamtkosten von Umstrukturierungen ausmachen“, stimmt Winter zu. Um zu veranschaulichen, wie groß der Einfluss der impliziten Kosten tatsächlich ist, simuliert er am Transition-Management-Tool der Credit Suisse beispielhaft die Umschichtung eines passiven MSCI-World-Mandates in ein aktives US-Mid-Cap-Mandat mit einem Volumen von 90 Millionen Euro. In der Simulation sollen nicht mehr als 20 Prozent Handelsvolumen auf einmal umgeschichtet werden, auch wenn sich die Aktien des MSCI World sicher schneller verkaufen lassen. Die für das Zielfortfolio vorgesehenen Wertpapiere sind jedoch zu illiquide, so dass bei einem zu hohen Handelsvolumen zu viel Marktbewegung entstehen würde. Da Transition Management eine defensive Handelsstrategie ist, soll genau

das vermieden werden. Unter diesen Bedingungen berechnet das Tool Impact-Kosten von 18 Basispunkten und eine Schwankungsbreite von 23 Basispunkten. Mit einer aggressiveren Strategie, die ein Handelsvolumen von 60 Prozent erlaubt, würde der Kostenblock hingegen ganz anders aussehen. In diesem Fall lägen die Impact-Kosten bei 40 Basispunkten und die Schwankungsbreite bei 13 Basispunkten. An diesem Beispiel wird deutlich, welchen Einfluss die Handelsstrategie auf die impliziten Kosten einer Transition hat. So verwundert es auch nicht, wenn Winter feststellt: „Mit Transition Management lassen sich die Gesamtkosten um 30 bis 60 Prozent senken.“

„Nicht nur für Aktien, sondern auch Renten

Ursprünglich kommt Transition Management aus dem Aktienbereich. In den USA macht diese Asset-Klasse nach wie vor das Gros der Umschichtungen aus. Es wäre allerdings ein Trugschluss, würde



Jürgen Winter, Universal Investments

Es geht primär nicht darum, welchen Transition Manager man nimmt, sondern dass man überhaupt mit einem arbeitet.

man Transition Management allein auf den Aktienbereich reduzieren. „Es gibt auch große Pluspunkte auf der Rentenseite“, erklärt Winter. „Vor der Krise war das noch kein Thema, da die Spreads sehr gering waren. Das ist heute allerdings anders“, fügt er hinzu. Für Euro-Staatsanleihen lagen die Spreads zwischen Ausführung und nächstbestem Angebot im ersten Quartal 2011 beispielsweise bei 5,68 Basispunkten und zwischen Ausführung und Durchschnittsgebot bei 7,55 Basispunkten. Bei Corporate Bonds sind die Spreads noch größer. Bei Unternehmensanleihen aus dem Euroraum liegen die Spreads zwischen Ausführung und nächstbestem Angebot bei 12,59 Basispunkten und zwischen Ausführung und Durchschnittsangebot bei 18,22 Basispunkten. Angesichts dieser Zahlen überrascht es kaum, wenn die Russell-Managerin Schwab feststellt: „Transition Management ist vor allem im Aktien- und Rentenbereich ein Thema, wobei dies zuletzt insbesondere im Rentenbereich stark zugenommen hat. Wir sehen mehr Volumen bei der Umstrukturierung von Anleihenportfolios.“

Russell Investments ist einer von 15 Transition Managern, die in Europa aktiv sind. Ein deutscher Anbieter findet sich nicht darunter. Dieser Bereich wird von angelsächsischen Häusern dominiert, wobei zwischen zwei Modellen zu unterscheiden ist. Auf der einen Seite gibt es das Agency-Modell, nach dem unter anderem Blackrock und Russell arbeiten. In beiden Häusern ist dieser Geschäftszweig aus der Not geboren. „Wir haben das Transition Management ursprünglich für

unsere eigenen Multi-Manager-Fonds entwickelt. Performance Holiday ist für einen Publikumsfonds keine Alternative“, berichtet Hofmann-Werther. Seit gut 19 Jahren bietet Russell Investments diese Dienste auch extern an. „Russell-Fonds sind immer noch der größte Kunde. Das Gros der Arbeit sind inzwischen aber Third-Party-Transactions“, fügt Hofmann-Werther hinzu. Für diese Dienstleistung muss ein Investor entweder eine Projekt-Fee oder Basispunkte-Fee auf den Umschichtungsbetrag zahlen. Weitere Gebühren fallen laut Hofmann-Werther nicht an. Grundsätzlich liege die Fee im einstelligen Basispunktebereich.

Günstiger kommen Investoren weg, wenn sie sich für das andere Modell entscheiden, mit dem zumeist Investmentbanken arbeiten. „Betrachtet man lediglich die Gebührensseite, ist das Principal-Modell in der Regel günstiger, aber nicht immer besser“, sagt Winter. Eine sehr geringe Fee schürt den Verdacht, dass sich der Manager seine Einnahmen woanders herholt, zum Beispiel indem die Investmentbank per Prehedging auch für andere Kunden arbeitet oder der Eigenhandel der Investmentbank Frontrunning gegen den Kundenhandel betreibt. Das Principal-Modell grundsätzlich zu verteufeln, wäre jedoch falsch. Der Investor muss sich den potenziellen Interessenkonflikt nur bewusst machen. Auch im Agency-Modell schlummert ein potenzieller Interessenkonflikt, nämlich dann, wenn der Transition Manager die marktwirksamen Positionen an sein hauseigenes oder externes Brokernetz abgibt und von diesen eine Rückvergütung erhält. Grundsätzlich gilt: Die Verdienstquellen des Anbieters sollten transparent sein.

Die Modelle nähern sich einander an

„Es lässt sich nicht per se sagen, dass das eine Modell besser als das andere ist, entscheidend ist die Struktur des Portfolios“, erklärt Universal-Mann Winter. Das gilt umso mehr, als sich die Modelle seit ihren Anfängen immer weiter aufeinander zubewegen. Galt vor der Krise auf der Sellside, dass man bei Fixed Income die besten Preise über den eigenen Broker bekommt, gehen viele Häuser heute nicht mehr nur über die eigenen Handelsbücher. „Anbieter und Investoren sind sich heute bewusst, dass kein Haus für alles den besten Preis stellen kann“, führt Winter aus. Gleichzeitig habe sich auch die Buyside weiterentwickelt und verfüge inzwischen über einen eigenen Marktzugang. „Wir verfolgen eine Multi-Venue-Execution. Russell bezieht Liquidität weltweit in 109 Ländern und handelt direkt, unter anderem an Börsen, über Multilateral Trading Facilities und Crossing Networks“, berichtet Schwab über die Handelsweise der Transition-Management-Einheit bei Russell. Insbesondere in Märkten mit eingeschränkter Liquidität reicht eine einzige Quelle für Handelsvolumen und Liquidität kaum aus. Um für jedes gehandelte Wertpapier den besten Preis erzielen zu können, bedarf es Zugang zu verschiedenen Liquiditätsquellen und Kontrahenten. Aber Vorsicht: Nicht jeder Transition Manager ist auf allen Gebieten und in jeder Asset-Klasse gleich gut, auch wenn sie dies allesamt behaupten.

Welcher Transition Manager sich für die jeweilige Transition am besten eignet, ist für einen Investor allein auf sich gestellt nicht leicht zu ergründen. Als Maßstab allein die Gebühren heranzuziehen, ist sicher der falsche Weg. Neben dem Modell sollte auch die Erfahrung, die der Transition Manager allgemein und in der jeweiligen Asset-Klasse mitbringt, berücksichtigt werden. Ebenso schwierig wie die Wahl des richtigen Transition Managers ist es für einen Investor, den wahren Wert des Services zu beurteilen, für den er den Transition Manager bezahlt hat. Einen Anhaltspunkt bietet der Implementation Shortfall. Diese Kennzahl misst die Renditedifferenz zwischen einem perfekten und dem tatsächlichen Portfolio, wobei man für die Ermittlung der Performance des perfekten Portfolios davon ausgeht, dass alle Assets ohne jegliche Transaktionskosten zu den Schlusskursen am Abend vor der Transaktion übertragen werden konnten. Der Implementation Shortfall sollte folglich so gering wie möglich sein. Ebenfalls aufschlussreich kann der Vergleich zwischen dem vorab geschätzten und tatsächlich erzielten Implementation Shortfall sein. „Unser Ziel ist es, dass das abschließende Ergebnis der Implementation Shortfall der Pre-Trade-Analyse so nah wie möglich kommt“, erklärt Schwab. Je näher die Realität an der Schätzung ist, desto besser.

Dass die meisten Transition Manager einen guten Job machen, berichtet der Leiter des Transition-Management-Teams von Universal, die in fünf Jahren etwa 100 Transitionen mit einem Volumen von 20 Milliarden Euro begleitet hat: „Durch den von uns begleiteten Auswahlprozess erhöht sich Treffgenauigkeit der Transition Manager, bei 78 Prozent der Projekte wird die prognostizierte Kostenbreite gehalten oder unterschritten.“ Deshalb ist für ihn die Frage, wer der beste Transition Manager ist, nicht entscheidend. Viel wichtiger sei, dass Investoren überhaupt mit einem Transition Manager arbeiten.

Ein reales Beispiel aus dem Kundenkreis von Universal Investment veranschaulicht das Sparpotenzial, das sich durch den Einsatz eines Transition Managers ergibt. Der besagte Kunde entschied sich, seinen Asset Manager die Umstrukturierung eines Emerging-Market-Aktien-Mandates mit einem Volumen von 123 Millionen Euro durch-

Mehr Transition Management?

Im Rahmen des portfolio masters 2011 haben Sie die Möglichkeit, am 18. Oktober am Themenspezial teilzunehmen. Weitere Informationen dazu finden Sie unter portfolio-masters.de.

führen zu lassen. Die Gesamtkosten betragen 3,57 Millionen Euro, die expliziten Kosten schlugen hierbei mit rund 213.000 Euro zu Buche. Hätte sich der Investor hingegen für einen Transition Manager entschieden und diesen die Umstrukturierung machen lassen, hätte er Gesamtkosten von 2,34 Millionen Euro gehabt. Der Investor wäre dabei nicht nur bei den impliziten, sondern auch den expliziten Kosten günstiger gefahren. Diese hätten etwa 208.000 Euro betragen. „Dieser Investor hat beim nächsten Mal mit einem Transition Manager gearbeitet“, berichtet Winter.