



PPCmetrics AG  
Investment & Actuarial Consulting,  
Controlling and Research. [www.ppcmetrics.ch](http://www.ppcmetrics.ch)



## Research Paper Nr. 2 / 2015

# Managementgebühren in der institutionellen Vermögensverwaltung

### Management Summary

Performanceabhängige Gebühren können aufgrund ihrer Anreize problematisch sein. Dies führt unvermeidlich zur Frage, welches Gebührenmodell zweckmässig ist und welches Modell mögliche Anreizprobleme des beauftragten Vermögensverwalters verkleinern kann. In der Theorie vermindert eine symmetrische performanceabhängige Gebühr das Anreizproblem, während die verschiedenen Umsetzungsformen in der Praxis zu anderen Fehlanreizen führen können. Deshalb gibt es zwar keinen Königsweg, jedoch sind Entschädigungsmodelle mit fixen Gebühren wahrscheinlich jene Modelle in der Praxis mit den kleinsten Anreizproblemen.

Das Gebührenmodell mit nur einer fixen Gebühr enthält implizit auch eine für den Vermögensverwalter performanceabhängige Komponente, da die Mittelzu- und Mittelabflüsse stark von der Vorjahresrendite abhängig sind und somit die ausbezahlten Gebühren beeinflussen. Zudem sind institutionelle Vermögensverwaltungsmandate meist jederzeit oder kurzfristig kündbar, was dazu führen sollte, dass bereits ein starker Anreiz besteht im Sinne des Investors zu handeln, damit das Mandat nicht verloren geht. Weitere Vorteile sind die Transparenz für institutionelle Investoren sowie die Stabilisierung der Einkünfte beim Vermögensverwalter.

Die PPCmetrics AG ([www.ppcmetrics.ch](http://www.ppcmetrics.ch)) ist ein führendes Schweizer Beratungsunternehmen für institutionelle Investoren (Pensionskassen, etc.) und private Anleger im Bereich Investment Consulting. Die PPCmetrics AG berät ihre Kunden bei der Anlage ihres Vermögens in Bezug auf die Definition der Anlagestrategie (Asset Liability Management) und deren Umsetzung durch Anlageorganisation, Asset Allocation und Auswahl von Vermögensverwaltern (Asset Manager Selection). Zudem unterstützt die PPCmetrics AG über 100 Vorsorgeeinrichtungen und Family Offices bei der Überwachung der Anlagetätigkeit (Investment Controlling), bietet qualitativ hochwertige Dienstleistungen im aktuariellen Bereich (Actuarial Consulting) und ist als Pensionskassen-Experte tätig.

## 1. Einleitung

In der Ausgestaltung der Gebühren für die Vermögensverwaltung bestehen unterschiedliche Präferenzen. Während einige Anleger eine fixe Vermögensverwaltungsgebühr bevorzugen, sehen andere in einer performanceabhängigen Gebührenstruktur eine Möglichkeit, den Vermögensverwaltern die nötigen Anreize zu setzen, um im Sinne des Investors zu arbeiten.

In diesem Artikel werden zuerst die in der Praxis am häufigsten verwendeten Gebührenmodelle zusammengefasst, bevor die einzelnen Komponenten dieser Gebührenmodelle detaillierter betrachtet werden. Gestartet wird dabei beim Gebührenmodell mit der fixen Gebühr, bevor die einzelnen Komponenten der performanceabhängigen Gebühr aufgezeigt werden. Anschliessend werden die verschiedenen Gebührenmodelle hinsichtlich ihrer Anreize auf die Vermögensverwalter diskutiert und danach ein Fazit gezogen.

## 2. Typische Gebührenmodelle in der Praxis

Welche Gebührenmodelle sind in der Praxis überhaupt verbreitet? Tabelle 1 fasst die wichtigsten Gebührenmodelle der verschiedenen Anlagekategorien zusammen. Es zeigt sich, dass es sehr unterschiedliche Modelle gibt, wobei das Gebührenmodell mit fixer Gebühr, d.h. ohne performanceabhängige Komponente, immer noch die wichtigste Variante darstellt. Dieses Gebührenmodell dominiert bei den traditionellen Anlagekategorien wie Aktien und Obligationen, unabhängig davon ob sie aktiv oder passiv bewirtschaftet werden. Auch bei Schweizer Immobilienanlagen wird meist nur eine Basisgebühr erhoben. Eine performanceabhängige Gebühr kommt dagegen bei internationalen Immobilieninvestitionen vergleichsweise häufig vor. Bei den verschiedenen alternativen Anlagekategorien wie Hedge Funds, Private Equity oder Infrastruktur gibt es meist auch nur wenige Produkte ohne eine performanceabhängige Komponente. Jedoch ist deren Ausgestaltung zum Teil sehr unterschiedlich.

Eine detaillierte Analyse der Höhe und der Anreizwirkung der performanceabhängigen Gebühren kann je nach Ausgestaltung sehr schwierig sein. Beispielsweise ist die Berechnung der

performanceabhängigen Gebühr in Private Equity – dem sogenannten Carried Interest – erschwert, da verschiedene Vertragsausgestaltungen, wie z.B. eine Clawback Provision, bestehen.<sup>1</sup>

**Tabelle 1: Typische Gebührenmodelle**

Mandatstyp	Typische Gebührenstruktur
<b>Indexierte Wertschriftenmandate</b> (traditionelle Anlagekategorien)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Basisgebühr</b>, z.B. jährlich 0.50% des verwalteten Vermögens ohne Erfolgsbeteiligung</li> </ul>
<b>Aktive Wertschriftenmandate</b> (traditionelle Anlagekategorien)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Basisgebühr</b>, z.B. jährlich 0.50% des verwalteten Vermögens ohne Erfolgsbeteiligung</li> <li>• <b>Basisgebühr</b> mit einfacher, jährlich berechneter <b>Erfolgsbeteiligung ohne Verlustvortrag</b> (Outperformance vs. Marktindex)</li> <li>• Selten: Basisgebühr und Erfolgsbeteiligung mit Verlustvortrag</li> </ul>
<b>Immobilien</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Basisgebühr</b>, z.B. jährlich 1% des Gross oder Net Asset Value</li> <li>• Bei ausländischen Immobilienanlagen können auch Private Equity ähnliche performanceabhängige Gebühren bestehen</li> </ul>
<b>Hedge Funds</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Basisgebühr</b> von 2% des verwalteten Vermögens (NAV) plus <b>20% der jährlichen Zunahme des Net Asset Value (NAV)</b>, mittlerweile um eine Benchmark korrigiert, zahlbar jährlich unter Anwendung des <b>High Watermark Prinzips</b> (für jeden Anleger individuell)</li> <li>• Marktindex (z.B. HRFI, Aktienindex), Zielprämie (Libor + x%) oder fixer Zielwert wird als Benchmark verwendet</li> </ul>
<b>Private Equity / Infrastruktur</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Basisgebühr relativ zur Kapitalzusage</b> (Committed Capital), teilweise auch des NAV, und <b>Erfolgsbeteiligung von 5% - 25% des Carried Interest</b> (vereinfacht wird 5% - 25% der Wertzunahme als Erfolgsbeteiligung an den Manager ausgeschüttet) unter Berücksichtigung einer Hurdle Rate; Zielprämie (Libor + x%) oder fixer Zielwert</li> </ul>
<b>Weitere Alternative Anlagen wie z.B. Commodities, Insurance Linked Securities</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Basisgebühr</b>, z.B. jährlich 0.50% des verwalteten Vermögens ohne Erfolgsbeteiligung</li> <li>• <b>Basisgebühr</b> mit einfacher, jährlich berechneten <b>Erfolgsbeteiligung ohne Verlustvortrag</b> (Outperformance vs. Marktindex)</li> </ul>

<sup>1</sup> Eine Clawback Provision gibt dem Investor („Limited Partner“) das Recht, einen Teil dieses Carried Interest vom Vermögensverwalter („General Partner“) zurückzuverlangen, wenn spätere Investments des Private Equity Funds zu Verlusten führen.

### 3. Grundlegende Arten von Gebührenmodellen

Grundsätzlich gibt es zwei unterschiedliche Arten von Gebührenmodellen (vgl. Abbildung 1): Eine fixe Gebühr und eine performanceabhängige Gebühr. Die fixe Gebühr beinhaltet nur eine Basisgebühr und berechnet sich im Normalfall aus einem festen Prozentsatz des aktuell verwalteten Vermögens. Die performanceabhängigen Gebührenmodelle beinhalten eine Basisgebühr, die im Vergleich zum fixen Gebührenmodell meist reduziert ist, und eine Erfolgsbeteiligung, welche sehr unterschiedlich ausgestaltet werden kann.

**Abbildung 1: Arten von Gebührenmodellen**

Fixe Gebühr	Performanceabhängige Gebühr
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Basisgebühr (fester Prozentsatz des verwalteten Vermögens, wobei der Prozentsatz meist volumenabhängig ist)</li> <li>• Ausgestaltung               <ul style="list-style-type: none"> <li>• Volumenabhängige Gebühr vs. Gebührenstaffel</li> <li>• Abrechnungshäufigkeit</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Basisgebühr (analog fixe Gebühr)</li> <li>• Ausgestaltung Erfolgsbeteiligung               <ul style="list-style-type: none"> <li>• Begrenzt vs. unbegrenzt</li> <li>• Variable vs. fixe vs. keine Benchmark</li> <li>• Partizipationsrate</li> <li>• Abrechnungshäufigkeit</li> <li>• Verlustvortrag / Banking / High Watermark</li> </ul> </li> </ul>

Im Folgenden werden die verschiedenen Komponenten der verschiedenen Gebührenmodelle kurz analysiert.

#### 3.1. Basisgebühr

Bereits die Ausgestaltung der Basisgebühr kann sehr unterschiedlich sein. Grundsätzlich erfolgt die Berechnung der Basisgebühr, indem ein fixer Prozentsatz mit dem investierten Volumen multipliziert wird. Je höher dieses investierte Volumen ist, desto tiefer ist in der Regel dieser fixe Prozentsatz. Diese Berechnung erfolgt meist über eine Gebührenstaffel, jedoch kann auch eine volumenabhängige Gebühr bestehen. Tabelle 2 zeigt ein Beispiel für die Berechnung dieses

Prozentsatzes und der effektiven Gebühr in CHF für eine volumenabhängige Gebühr sowie einer Gebührenstaffel bei einem investierten Volumen von CHF 200 Mio.

**Tabelle 2: Beispiel für eine Berechnung der Basisgebühr**

Volumenabhängige Gebühr		Staffelgebühr	
bis 100 Mio.	0.40%	bis 100 Mio.	0.40%
zwischen 100 und 250 Mio.	0.30%	von 100 bis 250 Mio.	0.30%
<hr/>		<hr/>	
Prozentsatz für 200 Mio.	0.30%	Prozentsatz für 200 Mio.	0.35%
Gebühr in CHF	600'000	Gebühr in CHF	700'000

Bei diesem Beispiel zeigt sich, dass die volumenabhängige Gebühr das einfachste Modell ist, da nur der jeweilige Prozentsatz mit dem Investitionsvolumen multipliziert werden muss. Bei der Staffelgebühr muss der Prozentsatz zuerst berechnet werden. Für das Investitionsvolumen von 200 Mio. wird dieser Prozentsatz als gewichteter Durchschnitt gerechnet ( $= (100 \times 0.40\% + 100 \times 0.30\%) / 200 = 0.35\%$ ). Dieser Satz muss wiederum mit dem investierten Volumen multipliziert werden, um die Gebühr in CHF zu erhalten.

Typischerweise wird diese Basisgebühr quartalsweise berechnet und den Investoren belastet. Zudem werden meist die Gebühren auf Basis des Durchschnittsvermögens der zurückliegenden Monatsenden berechnet. Jedoch kann die Basis auch der letzte Wert des investierten Volumens sein.

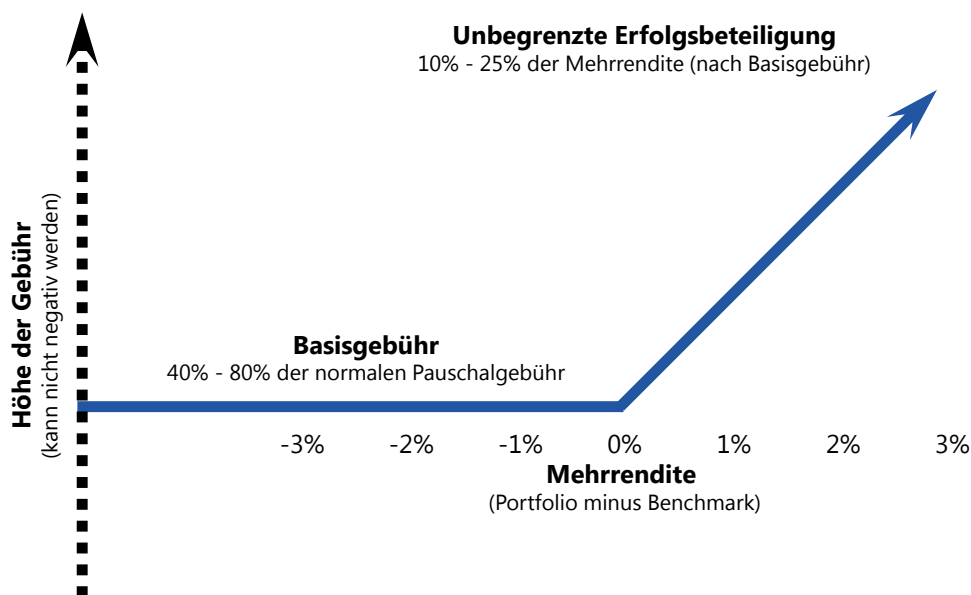
Bei Private Equity ähnlichen Anlagekategorien, zu denen auch Infrastruktur zählt, wird die fixe Gebühr meist nicht auf dem investierten Kapital erhoben, sondern auf dem Commitment (Investitionsverpflichtung). Der Grund hierfür ist, dass Private Equity Firmen zuerst rentable Firmen und Projekte suchen müssen, bevor investiert werden kann. Falls nun die Gebühr auf den investierten Volumen anstatt auf der Investitionsverpflichtung erhoben würde, hätte die Private Equity Firma einen hohen Aufwand und keine finanzielle Entschädigung. Zudem würde der Anreiz bestehen, zu schnell zu investieren, was zu unsorgfältig ausgewählten Investments führen könnte.

### 3.2. Begrenzte vs. unbegrenzte Erfolgsbeteiligung

Wie im vorherigen Kapitel bereits angeführt wurde, können enorme Unterschiede bei der Ausgestaltung der performanceabhängigen Gebühr bestehen. Die erste Ausgestaltungsmöglichkeit ist, ob eine begrenzte oder unbegrenzte Erfolgsbeteiligung bestehen soll. Oftmals besteht bei einer performanceabhängigen Gebühr eine Begrenzung gegen unten („Floor“), aber keine nach oben. Abbildung 2 zeigt diese Variante schematisch, wobei es sich um eine sogenannte asymmetrische performanceabhängige Gebühr mit unbegrenzter Erfolgsbeteiligung handelt.

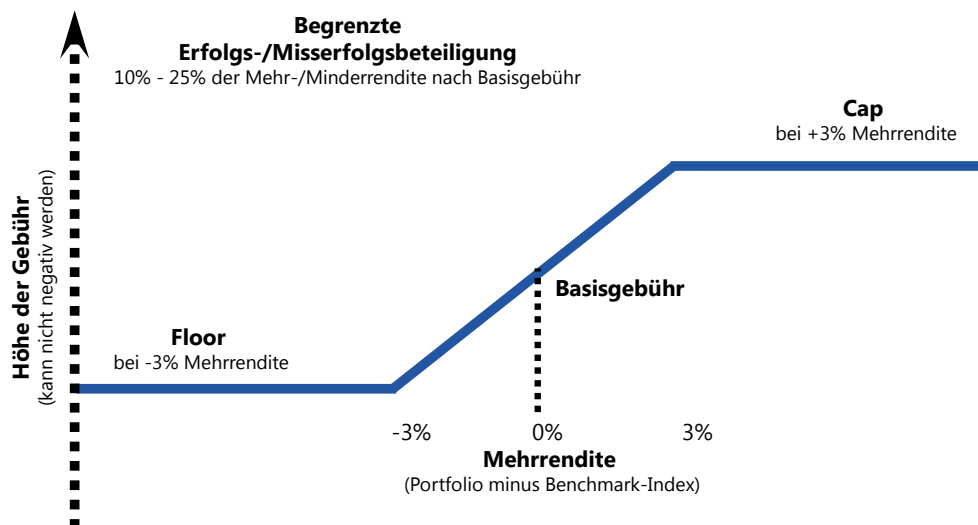
In diesem Beispiel wird ein Prozentsatz der Mehrrendite gegenüber einer Benchmark als performanceabhängige Gebühr erhoben, falls die Mehrrendite grösser als die Benchmarkrendite ist. Dieser Prozentsatz wird auch Partizipationsrate genannt, welcher im nächsten Abschnitt diskutiert wird. Um eine asymmetrische Gebühr handelt es sich aufgrund der Begrenzung gegen unten („Floor“), d.h. bei einem Misserfolg wird die Basisgebühr nicht reduziert.

**Abbildung 2: Asymmetrische performanceabhängige Gebühr mit unbegrenzter Erfolgsbeteiligung**



Ein weiteres performanceabhängiges Gebührenmodell zeigt Abbildung 3. Dabei wird die Erfolgsbeteiligung gegen oben („Cap“) und die Basisgebühr bei einer Underperformance gegenüber der Benchmark gegen unten begrenzt. Diese Form wird oftmals in der Praxis als symmetrisch bezeichnet.

**Abbildung 3: Symmetrische performanceabhängige Gebühr mit begrenzter Erfolgsbeteiligung**



In diesem Beispiel wird die Basisgebühr reduziert, wenn die Mehrrendite negativ ist, jedoch nur bis zu einer gewissen Höhe. Analog ist auch die Gebühr gegen oben begrenzt. Es bestehen noch weitere zahlreiche Modelle, welche jedoch eher selten sind.

### 3.3. Benchmark und Partizipationsrate

Eine weitere Ausgestaltungsmöglichkeit bei der Performancegebühr ist, ob und welche Benchmark eingesetzt wird. Früher wurde bei der Berechnung der Performancegebühr bei den Hedge Funds auf eine Benchmark verzichtet. Das bedeutete, dass der Vermögensverwalter jeweils einen Anteil der absoluten Rendite erhielt. Dies führte implizit dazu, dass der Vermögensverwalter nicht nur aufgrund seiner Anlageleistung entschädigt wird, sondern auch auf Basis von generellen Marktbewegungen (resp. für das Eingehen von Marktrisiken). Deshalb bestehen nur noch in seltensten Fällen Produkte ohne Benchmark bei der Ausgestaltung der performanceabhängigen Gebühr. Heute wird z.B. bei Hedge Funds meist eine fixe Benchmark benutzt, wie LIBOR + 200 BP. Eine solche fixe Benchmark zur Berechnung der performanceabhängigen Gebühr ist zwar zweckmäßiger als keine Benchmark, aber immer noch nicht sinnvoll, da die Benchmark wieder-



rum nur teilweise Marktbewegungen berücksichtigt.<sup>2</sup> Bei den meisten anderen Anlagen hat sich ein Marktindex durchgesetzt, so wird z.B. bei globalen Aktienmandaten hauptsächlich der MSCI World Index verwendet.

Die Partizipationsrate als weiteres Ausgestaltungselement beträgt normalerweise zwischen 10% und 25% der relativen Mehrrendite nach Kosten. Die Abrechnungshäufigkeit ist in der Regel jährlich. Etwas komplizierter wird es, wenn die Performancegebühr eine periodenübergreifende Verrechnung erzielter Mehr- oder Minderrenditen vorsieht. Eine solche Verrechnung kann über einen Verlustvortrag, das Banking oder eine High Watermark erfolgen.

### 3.4. Verlustvortrag

Typischerweise erfolgt dieses Verrechnen der Mehrrendite über verschiedene Perioden mittels eines Verlustvortrags. Dabei wird, falls eine Underperformance entsteht, diese in die nächste Periode transferiert und dort miteingerechnet. Eine mögliche Underperformance muss somit zuerst aufgeholt werden, bevor eine performanceabhängige Gebühr bezahlt wird.

#### Vereinfachtes Beispiel zum Verlustvortrag

Bei einem Mandat wird jeweils jährlich 20% der Differenz zwischen Portfoliorendite und Benchmark (Outperformance) nach Berücksichtigung des Verlustvortrags als performanceabhängige Gebühr ausgezahlt. Folgende Outperformances treten auf:

- Jahr 1: -1%
- Jahr 2: +2%

Die Performancegebühr wird in den zwei Jahren wie folgt berechnet:

- Jahr 1: Da die Portfoliorendite tiefer ist als die Benchmarkrendite, wird keine performanceabhängige Gebühr gezahlt. Der Verlustvortrag beträgt für das nächste Jahr -1%.
- Jahr 2: Die Outperformance beträgt in diesem Jahr 2%. Jedoch beträgt der Verlustvortrag -1%, was dazu führt, dass nur 20% des 1-prozentigen Wertzuwachses ausgezahlt wird (Summe aus Verlustvortrag und Outperformance). Da der Verlustvortrag kompensiert wurde, besteht für das nächste Jahr kein Verlustvortrag mehr.

<sup>2</sup> Theoretisch könnte eine fixe Benchmark bei marktneutralen Produkten zweckmässig sein. Verschiedene akademische Studien haben jedoch gezeigt, dass solche Produkte meist ein positives Exposure gegenüber Marktbewegungen aufweisen.

### 3.5. Banking

Ähnlich wie der Verlustvortrag funktioniert das sogenannte Banking, das jedoch weit weniger verbreitet ist. Beim Banking werden die „erzielten“ performanceabhängigen Fees auf ein fiktives Konto einbezahlt resp. abgezogen und pro Jahr jeweils nur ein Prozentsatz des Kontostandes ausbezahlt.

#### Vereinfachtes Beispiel zum Banking

Bei einem Mandat wird jeweils jährlich 20% der Differenz zwischen Portfoliorendite und Benchmark (Outperformance) auf ein fiktives Konto einbezahlt. Ausbezahlt an den Vermögensverwalter wird jedoch nur 50% des Kontostandes, wenn dieser wie auch die Outperformance im jeweiligen Jahr positiv ist. Analog zum Beispiel Verlustvortrag treten folgende Outperformances auf:

- Jahr 1: -1%
- Jahr 2: +2%

Die Performancegebühr wird in den zwei Jahren wie folgt berechnet:

- Jahr 0: Bei Mandatsstart beträgt der fiktive Kontostand 0%.
- Jahr 1: Da die Portfoliorendite tiefer ist als die Benchmarkrendite, wird keine performanceabhängige Gebühr gezahlt. Der neue fiktive Kontostand der Performancegebühr beträgt -0.20% ( $= -1\% \times 20\%$ ).
- Jahr 2: Die Outperformance beträgt in diesem Jahr 2%, d.h. es werden 0.40% ( $= 20\% \times 2\%$ ) auf das fiktive Konto einbezahlt. Der neue fiktive Kontostand beträgt nun 0.20%, wobei nun 0.10% als performanceabhängige Gebühr ausbezahlt wird.
- Der neue fiktive Kontostand für den Beginn des nächsten Jahres beträgt 0.10%.

### 3.6. High Watermark

Eine weitere Ausgestaltungsmöglichkeit bei der Verrechnung der Performance über verschiedene Perioden ist die High Watermark. Bei einer High Watermark orientieren sich die performanceabhängigen Gebühren immer am historischen Höchststand (absoluter Investitionsbetrag). Dies bedeutet, dass erst wenn dieser Stand übertroffen wird und eine neue High Watermark erreicht wurde, ein performanceabhängiger Gebührenanspruch entsteht. Dieser Höchststand kann mittels absoluter oder relativer Performance (z.B. im Vergleich zu einer Benchmark) ermittelt werden. Dieser Vertragsaspekt ist typisch bei Hedge Funds Investments und ist für jeden Investor individuell (d.h. abhängig vom Investitionszeitpunkt).

### Vereinfachtes Beispiel zu High Watermark

Bei einem Mandat wird jeweils Ende Jahr 20% des absoluten Wertzuwachses des Portfolios als performanceabhängige Gebühr ausgezahlt. Folgende Wertentwicklungen (Net Asset Value (NAV)) des Portfolios treten auf:

- Jahr 0 (Startwert): CHF 50 Mio. (entspricht Anfangsinvestition)
- Jahr 1: CHF 40 Mio.
- Jahr 2: CHF 70 Mio.

Die Performancegebühr wird in den zwei Jahren wie folgt berechnet:

- Jahr 0: Start mit einer High Watermark von CHF 50 Mio.
- Jahr 1: Es wird keine performanceabhängige Gebühr ausgeschüttet, da der Portfoliowert unter der High Watermark liegt. Die High Watermark beträgt immer noch CHF 50 Mio.
- Jahr 2: Der Portfoliowert ist angewachsen und liegt um CHF 20 Mio. über der High Watermark. 20% des Wertzuwachses wird nun ausgeschüttet (4 Mio. CHF). Die High Watermark beträgt nun CHF 70 Mio.

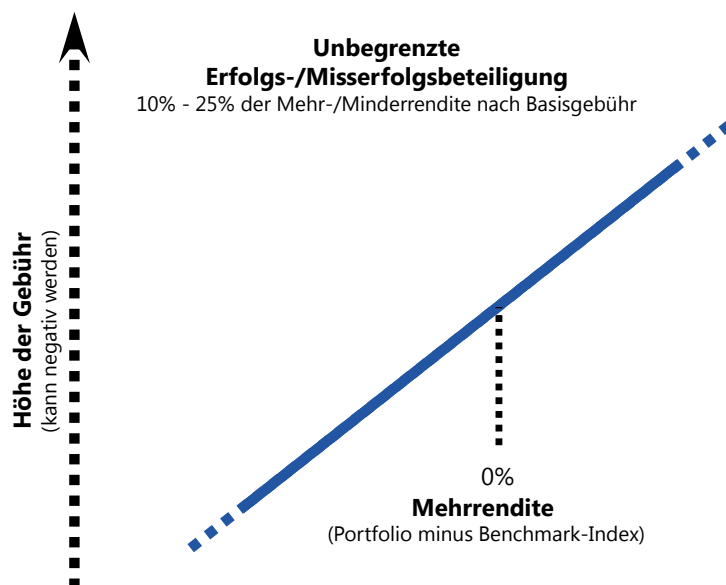
## 4. Anreize von Gebührenmodellen

Wie bei jedem Auftragsverhältnis besteht auch in der institutionellen Vermögensverwaltung ein klassisches Prinzipal-Agent-Problem (vgl. Ross (1973), Jensen und Meckling (1976)). Dabei beauftragt ein institutioneller Kunde (Prinzipal) einen externen Vermögensverwalter (Agent) damit, sein Geld zu verwalten. Während das Interesse des Kunden in der Maximierung der (risikoadjustierten) Performance liegt, könnten Vermögensverwalter zum Teil andere Ziele verfolgen. Beispielsweise könnte der Vermögensverwalter mit einer fixen Gebühr einen Anreiz haben, seine Kosten zu stark zu reduzieren, indem er Analysten entlässt, um seine Marge zu erhöhen. Diese Entlassungen können dann zu einer tieferen Performance führen. Um dieses Problem zu beheben, wird in der Praxis oftmals eine performanceabhängige Gebühr vorgeschlagen. Wie zweckmässig eine performanceabhängige Gebühr in Bezug auf diese Anreizproblematik ist, wird in den nächsten zwei Abschnitten analysiert.

### 4.1. Theoretische Anreize

Theoretisch kann eine performanceabhängige Gebühr dieses Anreizproblem entschärfen. Jedoch bedingt dies gemäss Jensen (2003) eine lineare und unbegrenzte Performancebeteiligung (vgl. Abbildung 4).

**Abbildung 4: Lineare unbegrenzte Erfolgs-/Misserfolgsbeteiligung**



Ein solches Gebührenmodell ist in der Praxis jedoch nicht umsetzbar, da dieses Modell eine hohe negative Entschädigung für den Vermögensverwalter beinhalten kann. Konkret bedeutet dies, dass der Vermögensverwalter bei hoher Underperformance dem Kunden Geld zurückzahlen müsste. Kein Vermögensverwalter akzeptiert in der Praxis eine solche unbegrenzte Misserfolgsbeteiligung.

Aus diesem Grund weisen performanceabhängige Gebührenmodelle wie in Abbildung 2 eine Verlustbegrenzung („Floor“) auf. Ein solches Entschädigungsmodell gleicht einer Call Option und beinhaltet ein wesentliches Anreizproblem. Der Wert einer Call Option steigt nämlich mit zunehmendem Risiko des Basiswerts. Auf die beschriebene performanceabhängige Gebühr angewandt, bedeutet dies, dass je volatiler die (relative) Rendite, desto höher die erwartete Entschädigung. Um dies zu illustrieren betrachten wir ein einfaches Beispiel mit zwei Mandaten, wobei ein Mandat wenige Risiken eingeht, während das andere eine risikoreiche Strategie fährt. Im Durchschnitt erwirtschaftet das risikoreichere Mandat eine höhere Gebühr. Grund hierfür ist, dass bei positiver Marktentwicklung das risikoreichere Mandat eine höhere Rendite erwirtschaftet als beim Mandat mit weniger Risiko. Bei negativer Marktentwicklung verliert das risikoreichere Mandat zwar mehr, jedoch ist bei beiden Mandaten die Mindestgebühr fällig. Diese Asymmetrie, d.h. Beteiligung bei hohem Gewinn, aber keine Beteiligung am Verlust, führt dazu, dass der Vermögensverwalter generell den Anreiz hat, höhere Risiken einzugehen. Interessanterweise wurden solche asymmetrische Performancegebühren 1970 in den USA für Privatanleger verboten.<sup>3</sup> Dennoch kommen sie bei institutionellen Vermögensverwaltungsmandaten vor (z.B. sind sie typisch für Hedge Funds).

Um diesen Anreiz generell zu reduzieren wird oftmals auch eine Maximalgebühr („Cap“) eingeführt (vgl. Abbildung 3). Dies führt zu einem anderen Anreizproblem wie Abbildung 5 zeigt. Liegt ein Mandat gegen Ende des Jahres unter der Benchmark, verfügt der Vermögensverwalter über Anreize, hohe Risiken einzugehen, um eine Gebühr zu erwirtschaften, welche über der Mindestgebühr liegt. Dieser Anreiz erscheint auf den ersten Blick nicht negativ. Es gilt jedoch zu bedenken, dass Risiken auch zu höheren Verlusten führen können und gar der Anreiz besteht, dass der Vermögensverwalter Risiken eingeht, welche er im Normalfall nicht als ertragsreich erachtet. Liegt ein Mandat gegen Ende des Jahres dagegen weit über der Benchmark, hat

---

<sup>3</sup> Gemäss dem Investment Company Act sind asymmetrische Gebührenmodelle bei Fonds für Privatanleger verboten.

der Vermögensverwalter den Anreiz indexnah anzulegen, um die relative Performance zu halten und die verbleibende Zeit seinen persönlichen Interessen anstatt dem Mandat zu widmen.<sup>4</sup>

**Abbildung 5: Anreizprobleme bei einer performanceabhängigen Gebühr**



Die vertragliche Vorgabe eines Minimum und Maximum Tracking Errors kann diese Anreizproblematik zwar etwas verbessern, jedoch birgt dies andere Nachteile. Beispielsweise kann kein Vermögensverwalter einen ex post Tracking Error garantieren, während der ex ante Tracking Error nicht überprüfbar ist. Der (ex post) Tracking Error kann nicht nur aufgrund erhöhter eingegangener Risiken ansteigen, sondern auch durch den Markt generell (z.B. Marktcrash) entstehen. Eine weitere Möglichkeit zur Steuerung der Anreize ist der Verlustvortrag oder die High Watermark. Jedoch können solche Vertragsaspekte die Anreize der letzten Periode verstärken. Wenn z.B. eine Underperformance in der vorangehenden Periode entstand, wird der Anreiz verstärkt, eine hohe Rendite zu erwirtschaften, um eine zumindest kostendeckende Gebühr zu erhalten. Dies kann dazu führen, dass Vermögensverwalter hohe Risiken eingehen.

Da das optimale Gebührenmodell, d.h. eine lineare Erfolgsbeteiligung, in der Praxis nicht durchsetzbar ist und die bis anhin ausgearbeiteten performanceabhängigen Gebührenmodelle verschiedene Anreizprobleme beinhalten, stellt sich die Frage, ob eine fixe Gebühr doch zweckmässig sein könnte. Zu beachten gilt, dass auch eine fixe Gebühr bei institutionellen Mandaten indirekt performanceabhängig ist. Bei einer fixen Gebühr sind die Einnahmen von Vermögensverwaltern vom Investitionsvolumen beeinflusst, das wiederum von den Mittelzu- und Mittelabflüssen abhängig ist. Da diese Mittelflüsse stark von der Performance abhängen, besteht auch bei der fixen Gebühr eine Art Performancegebühr. Zudem können institutionelle Mandate im Normalfall sogleich gekündigt werden, was bei ungenügender Leistung oftmals auch getan wird.

<sup>4</sup> Diese Problematik kann auch bei einer fixen Gebühr infolge Turniereffekte entstehen (vgl. z.B. Brown, Harlow und Starks (1996)).

Dieser Aspekt kann auch als performanceabhängige Entschädigung betrachtet werden.<sup>5</sup> Schlussendlich bringt eine fixe Gebühr aufgrund der einfachen Vergleichbarkeit auch Transparenz bei der Auswahl und eine einfache Kommunizierbarkeit gegenüber den Destinatären.

## 4.2. Empirische Erkenntnisse

Was zeigt jedoch die empirische Evidenz akademischer Studien bezüglich performanceabhängiger Gebühr? Eine der ersten erwähnenswerten Studie ist jene von Elton, Gruber und Blake (2003), welche rund 108 US-amerikanische Anlagefonds, meist mit dem S&P 500 als Benchmark, zwischen 1990 und 1999, analysiert. Dabei wird grob unterschieden zwischen Fonds mit einem performanceabhängigen Gebührenmodell und Fonds, die lediglich eine fixe Basisgebühr verrechnen. Basierend auf den Daten wurde festgestellt, dass Fonds mit einer performanceabhängigen Gebühr eine höhere Performance auswiesen als Fonds mit einer fixen Gebühr. Diese höhere (Netto-)Performance ist wahrscheinlich auf die tieferen Kosten zurückzuführen. Dieses Resultat ist jedoch mit Vorsicht zu interpretieren, da die Stichprobe sehr klein ist und auf den nordamerikanischen Markt und auf Fonds für Privatanleger fokussiert ist. Zudem stellt sich die Frage was zuerst war, das Huhn oder das Ei. Waren „gute“ Fonds innovativ und haben damals eine performanceabhängige Gebühr eingeführt oder hat die performanceabhängige Gebühr zu einer besseren Performance bei den Fonds geführt?

Leider besteht keine Studie, welche direkt dieses Problem löst. Eine neuere Studie von Massa und Patgriri (2009) versucht, diese Fragestellung mit ökonometrischen Methoden zu lösen. Auch diese Autoren untersuchen den US Markt und kommen zum Schluss, dass Vermögensverwalter mit sensitiveren performanceabhängigen Gebührenmodellen zwar die Risiken erhöhen, aber auch eine höhere risikoadjustierte Performance aufweisen. Jedoch steckt hier der Teufel im Detail, denn nur die 20% der Fonds, welche die höchste Sensitivität zwischen der Höhe der performanceabhängigen Gebühr und der Performance des Fonds aufweisen, erzielten wirklich eine höhere Performance. Nichtsdestotrotz ist die Untersuchung auf Anlagefonds für Privat-

---

<sup>5</sup> Ebenfalls kann diese Anreizwirkung bei Erreichen von Kapazitätsobergrenzen zu Anreizproblemen führen. Deshalb ist eine systematische Überwachung des Vermögensverwalters unerlässlich.

anleger beschränkt, was nur sehr bedingt Aussagen über Gebühren in der institutionellen Vermögensverwaltung zulässt.<sup>6</sup>

## 5. Fazit

Performanceabhängige Gebühren können aufgrund ihrer Anreize problematisch sein. Dies führt unvermeidlich zur Frage, welches Gebührenmodell zweckmässig ist und welches Modell mögliche Anreizprobleme des beauftragten Vermögensverwalters verkleinern kann. In der Theorie vermindert eine symmetrische performanceabhängige Gebühr das Anreizproblem, während die verschiedenen Umsetzungsformen in der Praxis zu anderen Fehlanreizen führen können. Deshalb gibt es zwar keinen Königsweg, jedoch sind Entschädigungsmodelle mit fixen Gebühren wahrscheinlich jene Modelle in der Praxis mit den kleinsten Anreizproblemen.

Das Gebührenmodell mit nur einer fixen Gebühr enthält implizit auch eine für den Vermögensverwalter performanceabhängige Komponente, da die Mittelzu- und Mittelabflüsse stark von der Vorjahresrendite abhängig sind und somit die ausbezahlten Gebühren beeinflussen. Zudem sind institutionelle Vermögensverwaltungsmandate meist jederzeit oder kurzfristig kündbar, was dazu führen sollte, dass bereits ein starker Anreiz besteht, im Sinne des Investors zu handeln, damit das Mandat nicht verloren geht. Weitere Vorteile sind die Transparenz für institutionelle Investoren sowie die Stabilisierung der Einkünfte beim Vermögensverwalter.

---

<sup>6</sup> Beispielsweise zeigen Evans und Fahlenbach (2012), dass die Performance von Anlagefonds für Privatanleger, welche über einen ähnlichen institutionellen Fonds verfügen, im Durchschnitt vergleichbare Anlagefonds risikoadjustiert um 1.5% übertrifft.



## 6. Literatur

Brown, K.C., Harlow, W.V., Starks, L.T., 1996. Of tournaments and temptations: An analysis of managerial incentives in the mutual fund industry. *Journal of Finance* 51, S. 85-110

Drago, D., Lazzari, V., Navone, M., 2010. Mutual Fund Incentive Fees: Determinants and Effects. *Financial Management*, S. 365-392.

Elton, E.J., Gruber, M.J., Blake, Ch.R., 2003. Incentive Fees and Mutual Funds. *The Journal of Finance* 58, S. 779-804.

Evans, R.B., Fahlenbach, R., 2013. Institutional Investors and Mutual Fund Governance: Evidence from Retail – Institutional Fund Twins. *Review of Financial Studies* 25, 3530-3571.

Jensen, M.C., 2003. Paying People to Lie: the Truth about the Budgeting Process. *European Financial Management* 9, S. 379-406.

Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976. Theory of the Firm. Managerial Behavior, Agency Costs an Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, S. 305-360.

Massa, M., Patgiri, R., 2009. Incentives and Mutual Fund Performance: Higher Performance or Just Higher Risk Taking? *Review of Financial Studies* 22, S. 1777-1815.

Ross, S.A., 1973. The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *American Economic Review* 63, S. 134-139.

## Autoren



### **Alfredo Fusetti**

Partner

Lehrbeauftragter der Universität Zürich und der Università della Svizzera italiana USI, Gastvorlesung an der „Università La Sapienza (Roma)“



### **Dr. Diego Liechi**

Senior Investment Consultant

Lehrbeauftragter der Universität Bern und Dozent am AZEK und an der Hochschule Luzern



Investment & Actuarial Consulting,  
Controlling and Research

**PPCmetrics AG**

Badenerstrasse 6  
Postfach  
CH-8021 Zürich

Telefon +41 44 204 31 11  
Telefax +41 44 204 31 10  
E-Mail [ppcmetrics@ppcmetrics.ch](mailto:ppcmetrics@ppcmetrics.ch)

**PPCmetrics SA**

23, route de St-Cergue  
CH-1260 Nyon

Téléphone +41 22 704 03 11  
Fax +41 22 704 03 10  
E-Mail [nyon@ppcmetrics.ch](mailto:nyon@ppcmetrics.ch)

Website [www.ppcmmetrics.ch](http://www.ppcmmetrics.ch)

Social Media   

Die PPCmetrics AG ([www.ppcmmetrics.ch](http://www.ppcmmetrics.ch)) ist ein führendes Schweizer Beratungsunternehmen für institutionelle Investoren (Pensionskassen, etc.) und private Anleger im Bereich Investment Consulting. Die PPCmetrics AG berät ihre Kunden bei der Anlage ihres Vermögens in Bezug auf die Definition der Anlagestrategie (Asset Liability Management) und deren Umsetzung durch Anlageorganisation, Asset Allocation und Auswahl von Vermögensverwaltern (Asset Manager Selection). Zudem unterstützt die PPCmetrics AG über 100 Vorsorgeeinrichtungen und Family Offices bei der Überwachung der Anlagetätigkeit (Investment Controlling), bietet qualitativ hochwertige Dienstleistungen im aktuariellen Bereich (Actuarial Consulting) und ist als Pensionskassen-Experte tätig.



## Publikationen



Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.

## Videos



Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.



## Tagungen

Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.



## Website



PPCmetrics AG Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research. **Mehr**