



PPCmetrics AG
Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research. www.ppcmetrics.ch



Für und Wider

ANREIZE VON GEBÜHRENMODELLEN

Lukas Riesen, CFA, und Dr. Diego Liechti, PPCmetrics AG

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 teilweise auch andere Ziele verfolgen. Beispielsweise kann ein Vermögensverwalter, der mit einer fixen Gebühr entschädigt wird, den Anreiz haben, seine Kosten zu reduzieren, indem er Analysten entlässt, um seine Marge zu erhöhen. Diese Entlassungen können dann zu schlechterer Titel-selektion und schlussendlich zu einer tieferen Performance führen. Um dieses Problem zu beheben, wird in der Praxis vielfach eine performanceabhängige Gebühr vorgeschlagen. Jedoch kann die performanceabhängige Gebühr zu weiteren Problemen führen. Deshalb werden in diesem Artikel die zwei Arten von Gebührenmodellen und deren Ausgestaltungsmöglichkeiten kurz aufgezeigt, bevor ihre Anreizprobleme diskutiert und analysiert werden.

Arten von Gebührenmodellen

Grundsätzlich gibt es zwei unterschiedliche Arten von Gebührenmodellen (vgl. Abb. 1): Die fixe Gebühr und die performanceabhängige Gebühr. Die fixe Gebühr beinhaltet nur eine

Basisgebühr und berechnet sich im Normalfall aus einem festen Prozentsatz des aktuell verwalteten Vermögens. Performanceabhängige Gebührenmodelle beinhalten eine Basisgebühr, die im Vergleich zur Fixgebühr meist reduziert ist, und eine Erfolgsbeteiligung, welche sehr unterschiedlich ausgestaltet werden kann.¹ Bei der Ausgestaltung der Gebühr sollten immer folgende drei Faktoren berücksichtigt werden:

- Nachvollziehbarkeit
- Unmissverständlichkeit
- Interessenkonflikte



Lukas Riesen



Dr. Diego Liechti

Nachvollziehbarkeit und Unmissverständlichkeit erscheinen auf den ersten Blick problemlos implementierbar. Zwar gibt es verschiedene Fälle, in denen im Nachhinein die performanceabhängige Gebühr von den Investoren angefochten wurde, da die Berechnung der Gebühr nicht eindeutig war (vgl. Senik (2011) für ein Beispiel). Dies stellt jedoch eher die Ausnahme dar. Schwieriger wird es, anhand eines Gebührenmodells potenzielle Interessenkonflikte zu vermeiden. Der Investor kann dabei nicht auf bestehende national oder international anerkannte Richtlinien zur Ausarbeitung von performanceabhängigen Gebühren zurückgreifen.²

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

Abb. 1: Arten von Gebührenmodellen

¹ Details zu diesen verschiedenen Ausgestaltungsmöglichkeiten können dem PPCmetrics Research Paper Nr. 2 / 2015 entnommen werden (www.ppcmetrics.ch/publikationen).

Analytische Analyse der unterschiedlichen Gebührenmodelle

Theoretisch entschärft eine performanceabhängige Gebühr das Anreizproblem des Vermögensverwalters, nicht im Sinne des Investors zu handeln. Jedoch bedingt dies gemäß Jensen (2003) eine lineare und unbegrenzte Performancebeteiligung, da sonst weitere Interessenkonflikte entstehen können (vgl. Abb. 2). Jegliche Unstetigkeit oder Nicht-Linearität kann zu anderen Interessenkonflikten führen und entspricht auch nicht dem ursprünglichen „Pay for Performance“-Gedanken.

Ein solches Gebührenmodell ist in der Praxis jedoch nicht umsetzbar, da dies zu einer hohen negativen Entschädigung für den Vermögensverwalter führen kann. Konkret bedeutet dies, dass der Vermögensverwalter bei hoher Underperformance dem Kunden Geld zahlen müsste. Kein institutioneller Vermögensverwalter akzeptiert eine solche unbegrenzte Misserfolgsbeteiligung, da durch unglückliche Zufälle auch bei hoher Anstrengung seitens des Vermögensverwalters eine höhere Underperformance entstehen kann.

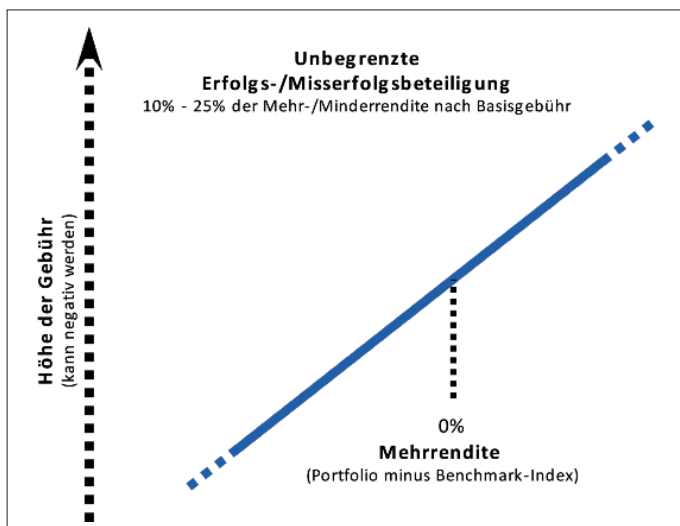


Abb. 2: Lineare unbegrenzte Erfolgs-/Misserfolgsbeteiligung

Aus diesem Grund weisen performanceabhängige Gebührenmodelle eine Verlustbegrenzung („Floor“) auf (vgl. Abb. 3). Ein solches Entschädigungsmodell ist mit einer Call Option vergleichbar und beinhaltet ein wesentliches Anreizproblem. Der Wert einer Call Option steigt 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 (relative) 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. unbegrenzte Beteiligung

spielt eine zentrale Rolle. Bei positiver Marktentwicklung erwirtschaftet das risikoreichere Mandat eine höhere Rendite als das 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. unbegrenzte Beteiligung

² Es bestehen zwar Richtlinien wie von IOSCO, die „Elements of International Regulatory Standards on Fee and Expenses of Investment Funds“. Diese sind jedoch eher vage gehalten.

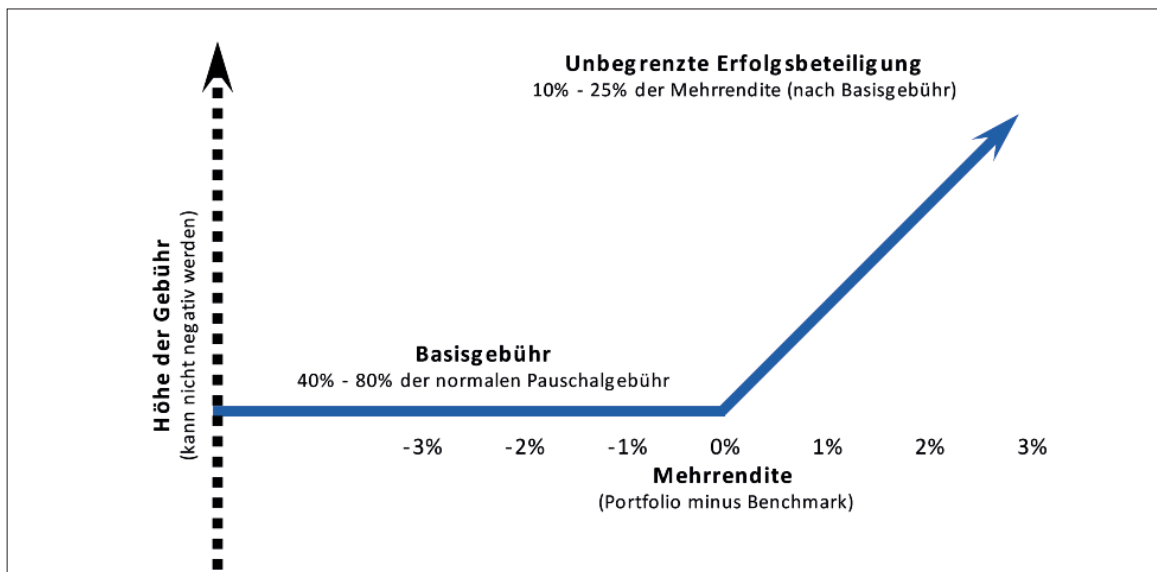


Abb. 3: Asymmetrische performanceabhängige Gebühr

bei hohem Gewinn, aber begrenzte 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.³ Dennoch kommen sie bei institutionellen Vermögensverwaltungsmandaten weiterhin vor (z.B. sind sie typisch für Hedgefonds).

Um den Anreiz des Vermögensverwalters, höhere Risiken einzugehen, zu reduzieren, wird zusätzlich zur Verlustbegrenzung meist auch eine Maximalgebühr („Cap“) eingeführt. Dieses Gebührenmodell wird im angelsächsischen Raum auch als „Fulcrum Fee Model“ bezeichnet. Das Modell führt zu einem anderen Anreizproblem, wie Abb. 4 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, die er im Normalfall nicht als ertragreich erachtet. Liegt ein Mandat gegen Ende des Jahres hingegen weit über der Benchmark, hat der Vermögensverwalter den Anreiz, indexnah anzulegen, um die relative Performance zu halten.⁴

³ Gemäß einer Änderung im Jahr 1970 des „Investment Company Act of 1940“ sind asymmetrische Gebührenmodelle bei Fonds für Privatanleger verboten. Asymmetrische Gebührenmodelle weisen das Auszahlungsprofil wie in Abb. 3 auf, d.h., sie weisen eine Mindestgebühr („Floor“) auf, aber es fehlt eine Maximalbegrenzung („Cap“). Zudem sind einige Anlagevehikel wie beispielsweise Hedge Funds davon ausgeschlossen.

⁴ Diese Problematik kann auch bei einer fixen Gebühr infolge von Turniereffekten entstehen (vgl. z.B. Brown, Harlow und Starks (1996)).

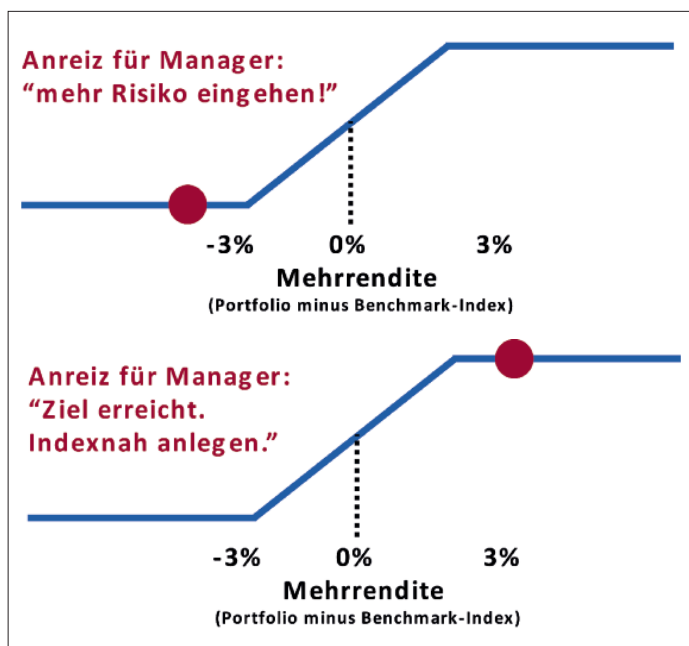


Abb. 4: Anreizprobleme bei einer performanceabhängigen Gebühr mit „Floor“ und „Cap“

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 historischen Tracking Error garantieren, während der erwartete Tracking Error nicht sinnvoll überprüfbar ist. Der historische Tracking Error kann nicht nur aufgrund erhöhter eingegangener Risiken ansteigen, sondern auch durch den Markt generell in Krisenphasen entstehen.

Eine weitere Möglichkeit zur Steuerung der Anreize ist der Verlustvortrag oder die High Watermark.

Solche Vertragsaspekte können 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. In der Praxis wurde teilweise der Verlustvortrag oder die High Watermark nach Marktkrisen neu definiert, da diese realistischerweise vom Vermögensverwalter nicht mehr übertroffen werden konnten.

In der Theorie wäre es möglich, alle Interessenkonflikte durch zweckmäßige Ausgestaltung der performanceabhängigen Gebühr zu vermeiden. Das Gebührenmodell wird damit jedoch dermaßen kompliziert, dass die Bedingungen Nachvollziehbarkeit und Verständlichkeit nicht mehr erfüllt sind.

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 oder intransparent sind, stellt sich die Frage, ob eine fixe Gebühr nicht doch zweckmäßig ist. Zu beachten hierbei gilt, dass auch eine fixe Gebühr bei Mandaten indirekt performanceabhängig ist. Bei einer fixen Gebühr sind die Einnahmen von Vermögensverwaltern vom Investitionsvolumen beeinflusst, welches wiederum von den Mittelzu- und Mittelabflüssen abhängig ist. Da diese Mittelflüsse stark von der historischen Performance beeinflusst werden, besteht auch bei der fixen Gebühr eine Art Performancegebühr. Zudem können institutionelle Mandate im Normalfall sofort gekündigt

werden, was bei ungenügender Leistung oftmals auch getan wird. Dieser Aspekt kann auch als performanceabhängige Entschädigung betrachtet werden. Schlussendlich bringt eine fixe Gebühr aufgrund der einfachen Vergleichbarkeit auch eine erhöhte Transparenz und Nachvollziehbarkeit mit sich.

Empirische Evidenz zu Gebührenmodellen

Was zeigt jedoch die empirische Evidenz akademischer Studien bezüglich performanceabhängiger Gebühr? Eine der ersten erwähnenswerten Studien 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 sowie auf Fonds für Privatanleger fokussiert ist. Zudem stellt sich dabei die klassische Huhn-Ei-Frage. 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 existiert unseres Wissens keine Studie, welche direkt dieses Problem diskutiert. Eine neuere Studie von Massa und Patgriri (2009) versucht, mit ökonomischen Methoden eine Antwort zu finden. 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. Zudem ist die Untersuchung auf Anlagefonds für Privatanleger beschränkt, was nur sehr bedingt Aussagen über Gebühren in der institutionellen Vermögensverwaltung zulässt.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, d.h. lineare, Gebühr

⁵ 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.

das Anreizproblem, während die verschiedenen Umsetzungsformen in der Praxis wiederum zu 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.

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 and Ownership Structure.* *Journal of Financial Economics* 3, S. 305-360.
- Massa, M., Patgriri, 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.
- Senik, D.A., 2011. *Practical Issues with Performance-Based Fees.* *CFA Institute Conference Proceedings Quarterly* 28, S. 22-31.

