



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



VPS-Impulse

3. November 2015, Technopark Zürich



SCHWEIZER
PERSONAL
VORSORGE
PREVOYANCE
PROFESSIONNELLE
SUISSE

VPS Verlag
Personalvorsorge
und Sozial-
versicherung AG

Managementgebühren in der institutionellen Vermögensverwaltung

Alfredo Fusetti, Partner PPCmetrics AG

Inhalt

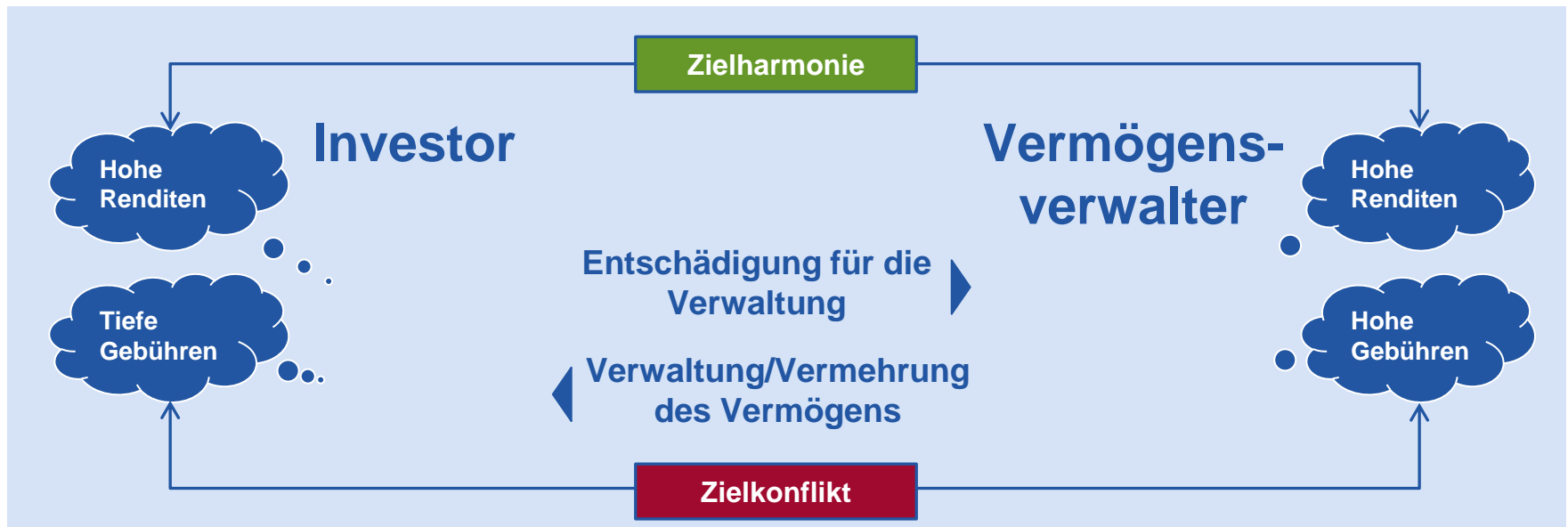
- Einführung
- Typische Gebührenmodelle in der Praxis
- Grundlegende Arten von Gebührenmodellen
- Anreize von Gebührenmodellen
- Fazit
- Anhang

Einführung



Einführung

- 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.

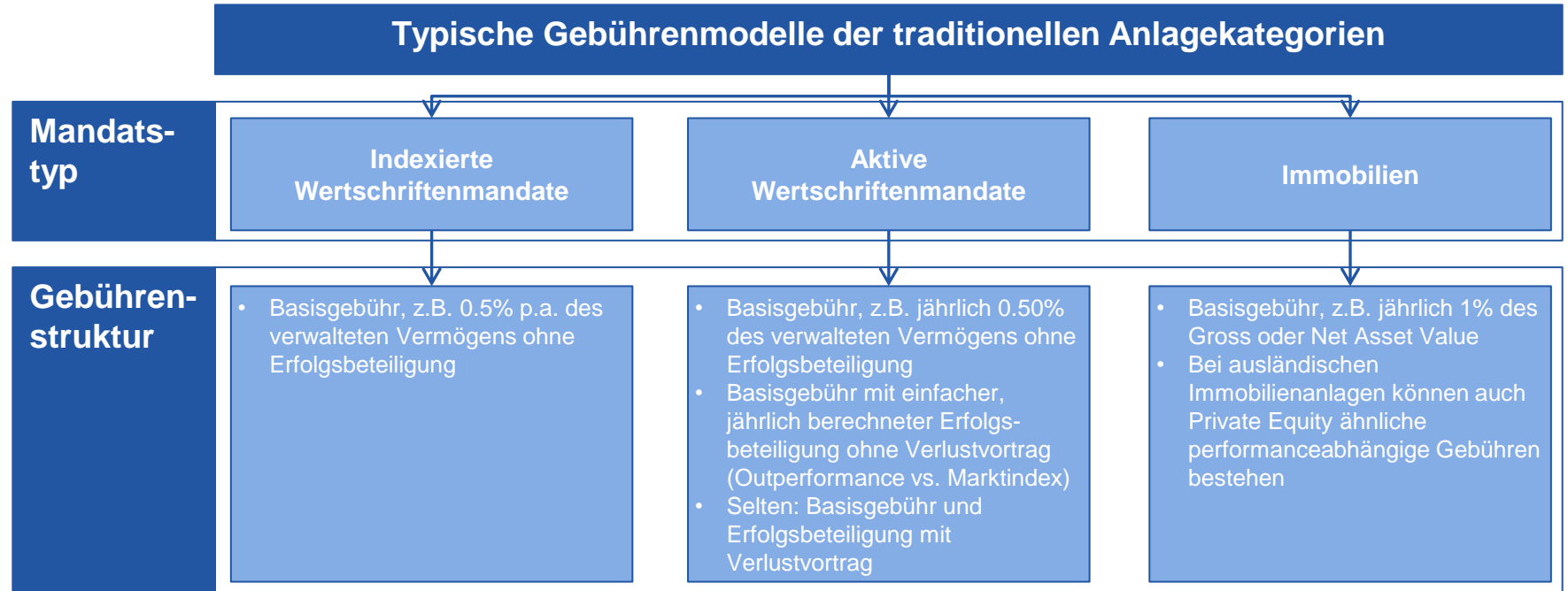


Typische Gebührenmodelle in der Praxis



Typische Gebührenmodelle in der Praxis (1)

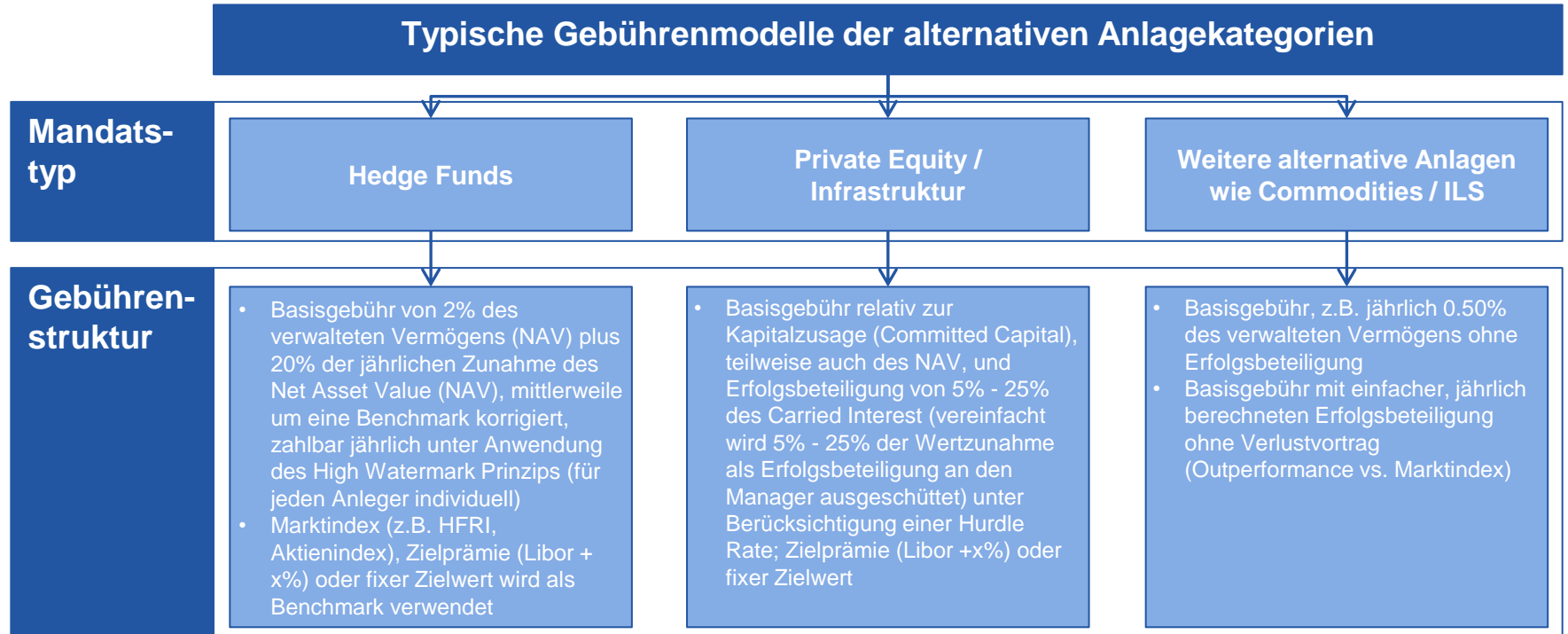
Traditionelle Anlagekategorien



- Das Gebührenmodell mit fixer Gebühr, d.h. ohne performanceabhängige Komponente, stellt die wichtigste Variante bei den traditionellen Anlagekategorien dar. Diese dominiert bei Anlagekategorien wie Aktien, Obligationen und Immobilien, unabhängig von der Bewirtschaftungsart.

Typische Gebührenmodelle in der Praxis (2)

Alternative Anlagekategorien



- Bei den verschiedenen alternativen Anlagekategorien wie Hedge Funds, Private Equity oder Infrastruktur ist eine performanceabhängige Komponente, mit wenigen Ausnahmen, fester Bestandteil in der Gebührenstruktur. Deren Ausgestaltung ist sehr unterschiedlich.

Grundlegende Arten von Gebührenmodellen



Grundlegende Arten von Gebührenmodellen (1)

Ausgestaltungsmöglichkeiten

Fixe Gebühr

- Basisgebühr (fester Prozentsatz des verwalteten Vermögens, wobei der Prozentsatz meist volumenabhängig ist)
- Ausgestaltung
 - Volumenabhängige Gebühr vs. Gebührenstaffel
 - Abrechnungshäufigkeit

Performanceabhängige Gebühr

- Basisgebühr (analog fixe Gebühr)
- Ausgestaltung
 - Begrenzt vs. unbegrenzt
 - Variable vs. fixe vs. keine Benchmark
 - Partizipationsrate
 - Abrechnungshäufigkeit
 - Verlustvortrag/Banking/High Watermark

Grundlegende Arten von Gebührenmodellen (2)

Basisgebühr

- 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.

Volumenabhängige Gebühr

bis 100 Mio.	0.40%
zwischen 100 und 250 Mio.	0.30%

Prozentsatz für 200 Mio.	0.30%
Gebühr in CHF	600'000

Staffelgebühr

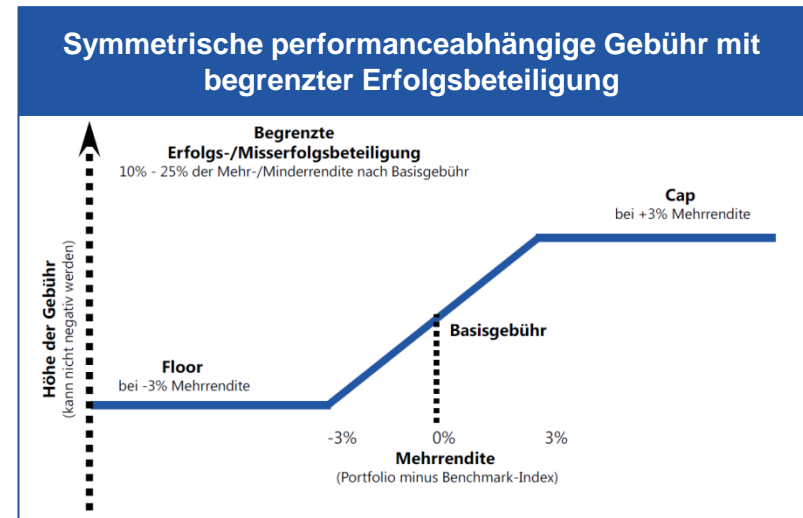
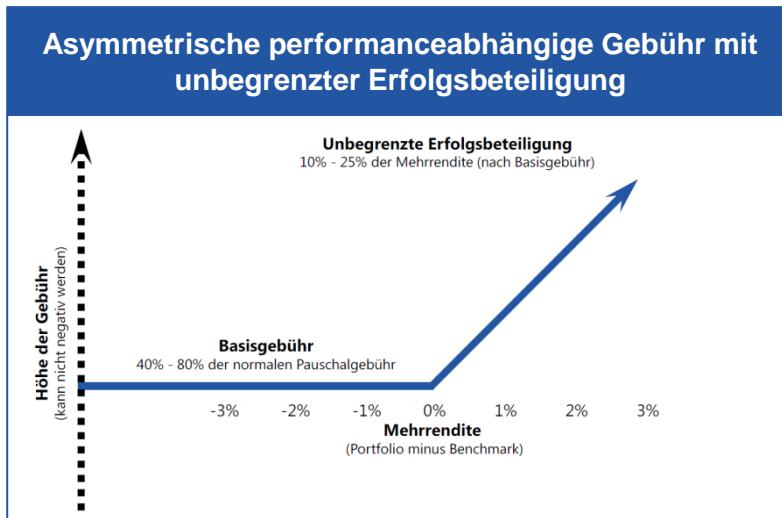
bis 100 Mio.	0.40%
von 100 bis 250 Mio.	0.30%

Prozentsatz für 200 Mio.	0.35%
Gebühr in CHF	700'000

Grundlegende Arten von Gebührenmodellen (3)

Begrenzte vs. unbegrenzte Erfolgsbeteiligung

- Es gibt enorme Unterschiede bei der Ausgestaltung der performanceabhängigen Gebühr. Eine Möglichkeit ist, ob eine begrenzte oder unbegrenzte Erfolgsbeteiligung bestehen soll.
- Bei der asymmetrischen performanceabhängigen Gebühr besteht eine Begrenzung gegen unten («Floor»), aber keine nach oben (Abbildung links). Bei der symmetrischen Variante wird die Erfolgsbeteiligung gegen oben («Cap») ebenfalls begrenzt (Abbildung rechts).



Grundlegende Arten von Gebührenmodellen (4)

Weitere Ausgestaltungsmöglichkeiten

Benchmark/ Partizipationsrate

- Mehrrendite zur Benchmark
- Die Partizipationsrate beträgt normalerweise zwischen 10% bis 25% der relativen Mehrrendite nach Kosten.

Verlustvortrag

- Falls eine Underperformance entsteht, wird diese in die nächste Periode transferiert und mitgerechnet.
- Eine mögliche Underperformance muss somit zuerst aufgeholt werden, bevor eine performanceabhängige Gebühr bezahlt wird.

Banking

- Beim Banking werden die «erzielten» performanceabhängigen Fees auf ein fiktives Konto einbezahlt resp. abgezogen und pro Jahr jeweils nur ein Prozentsatz des Kontostandes ausbezahlt.

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.

Grundlegende Arten von Gebührenmodellen (5)

Beispiel Verlustvortrag

Verlustvortrag

- Falls eine Underperformance entsteht, wird diese in die nächste Periode transferiert und mitgerechnet. 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 ausbezahlt. 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 bezahlt. 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 ausbezahlt wird (Summe aus Verlustvortrag und Outperformance). Da der Verlustvortrag kompensiert wurde, besteht für das nächste Jahr kein Verlustvortrag mehr.

Grundlegende Arten von Gebührenmodellen (6)

Beispiel Banking

Banking

- 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 bezahlt. Der neue fiktive Kontostand der Performancegebühr beträgt -0.20% (= -1% x 20%).
- Jahr 2: Die Outperformance beträgt in diesem Jahr 2%, d.h. es werden 0.40% (= 20% x 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%.

Grundlegende Arten von Gebührenmodellen

Beispiel High Watermark

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.

Vereinfachtes Beispiel zu High Watermark

Bei einem Mandat wird jeweils Ende Jahr 20% des absoluten Wertzuwachses des Portfolios als performanceabhängige Gebühr ausbezahlt. 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:

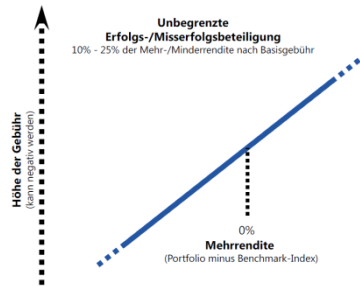
- Jahr 0: Start mit einer High Watermark von CHF 50 Mio.
- Jahr 1: Es wird keine performanceabhängige Gebühr ausgeschüttet, da der Portfoliowert unter der High Watermark liegt. Die High Watermark beträgt immer noch CHF 50 Mio.
- Jahr 2: Der Portfoliowert ist angewachsen und liegt um CHF 20 Mio. über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

Anreize von Gebührenmodellen

Anreize von Gebührenmodellen (1)

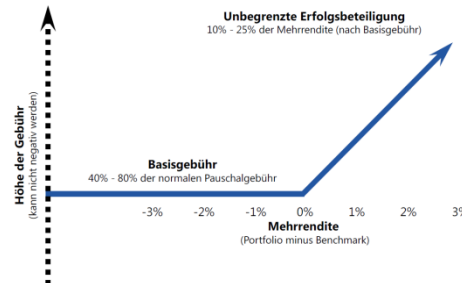
Theoretische Anreize

Lineare unbegrenzte Erfolgs-/Misserfolgsbeteiligung



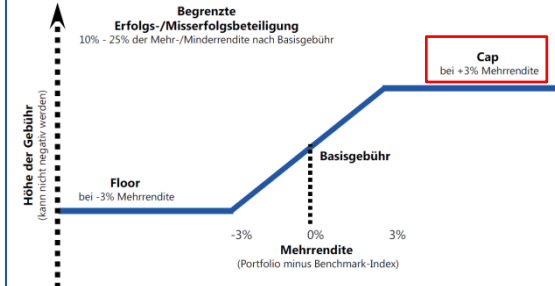
- ✓ Idealfall gem. Jensen (2003)
- 👁 In der Praxis nicht umsetzbar, da es hohe negative Entschädigungen für den Asset Manager beinhalten kann.
- 👁 Bei hoher Underperformance müsste er dem Kunden Geld zurückzahlen, was in der Praxis nicht akzeptiert wird.

Asymmetrische performanceabhängige Gebühr mit unbegrenzter Erfolgsbeteiligung



- 👁 Im Durchschnitt erwirtschaftet ein risikoreiches Mandat eine höhere Gebühr.
- 👁 Bei positiver Marktentwicklung erwirtschaftet das risikoreiche Mandat höhere Renditen bzw. Gebühren. Bei negativer Marktentwicklung verliert es mehr, es bleibt aber die Mindestgebühr.

Symmetrische performanceabhängige Gebühr mit begrenzter Erfolgsbeteiligung



- 👁 Um das Risiko zu steuern, führt man ein «Cap» ein. Dies führt zu folgenden Anreizproblemen:



Anreize von Gebührenmodellen (2)

Theoretische Anreize

- Die vertragliche Vorgabe eines Minimum und Maximum **Tracking Errors** kann die Anreizproblematik etwas verbessern, jedoch kann kein Asset Manager einen ex-post Tracking Error garantieren.
- Der **Verlustvortrag** oder die **High Watermark** sind weitere Alternativen, um die Anreize zu steuern. Wird jedoch bspw. in der vorangehenden Periode eine Underperformance ausgewiesen, ist der Anreiz, künftig höhere Risiken einzugehen, um höhere Renditen zu erzielen, verstärkt.
- Auch eine **fixe Gebühr** führt aufgrund des Investitionsvolumen zur Berechnung der Gebühren zu **falschen Anreizen**. Bspw. erhöht/verringert sich das Volumen (Mittelzu- und Mittelabflüsse) durch positive/negative Renditen und somit auch die Gebühreneinnahmen für den Vermögensverwalter, was zu einer **erhöhten Risikobereitschaft** verleitet.

Anreize von Gebührenmodellen

Empirische Erkenntnisse

- Fonds mit einer performanceabhängigen Gebühr erzielten eine höhere Performance als Fonds mit einer fixen Gebühr.
 - Die Stichprobe der Studie von Elton, Gruber und Blake (2003) war sehr klein, konzentrierte sich auf den nordamerikanischen Markt und fokussierte sich auf Fonds für Privatanleger.
 - Eine andere Untersuchung von Massa und Patgriri (2009) erzielt das gleiche Ergebnis, wobei auch hier zu beachten ist, dass nur die 20% der Fonds, welche die höchste Sensitivität zwischen der Höhe der performanceabhängigen Gebühr und der Performance des Fonds aufweisen, wirklich eine höhere Performance erzielten.

Fazit



Fazit (1)

- 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.

Fazit (2)

- 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.

Anhang



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., 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.

