

# Richtige Anreize durch erfolgsabhängige Gebühren?

Jeder Mandant einer Vermögensverwaltung hat es schon erlebt: Die Jahresperformance ist nicht gut ausgefallen, und trotzdem ist die Managementgebühr fällig. Wer es gewohnt ist, nur bei Erfolg auch bezahlt zu werden, für den ist die Frage nach einer vom Anlageerfolg abhängigen Vermögensverwaltungsgebühr (Performance Fee) nur logisch. Die meisten Vermögensverwalter sind heute auch durchaus dazu bereit, eine solche Gebühr anzubieten, bei Hedge Funds und Hedge-Dachfonds ist sie die Regel. Ein solches Gebührensystem schafft gewollte, aber auch ungewollte Anreize und bringt auch einige praktische Probleme mit sich.



**Von Norbert Brestel**  
Leiter Investment Management  
Schroder & Co Bank AG, Zürich

Die grosse Mehrzahl der klassischen Vermögensverwaltungsmandate ist nach herkömmlichen, fixen und nicht erfolgsbezogenen Systemen tarifiert. So ungewöhnlich ist das nicht. Auch in anderen Auftragsbereichen, bei denen der Erfolg nicht nur von der Leistung des Beauftragten abhängt, sondern auch externe Faktoren eine Rolle spielen, ist das der Fall. Ärzte senden auch ohne Heilerfolg eine Rechnung, Rechtsanwälte werden – zumindest im europäischen Rechtssystem – auch bezahlt, wenn ein Prozess verlorenggeht. Was falsche Anreize anrichten können, wird gerade beim angelsächsischen System der erfolgsabhängigen Entlohnung der Anwälte sichtbar.

Ein vorteilhafter Nebeneffekt der Performancegebühr ist, dass sich die Vertragsparteien zwangsläufig darauf

einigen müssen, was eigentlich eine gute Performance ist. Die Praxis zeigt, dass hier die Auffassungen von Auftraggeber und Vermögensverwalter nicht selten auseinandergehen. Welches ist der geeignete Vergleichsmassstab (Benchmark)? SMI oder DAX geschlagen? Bessere Ergebnisse als der Weltaktienindex oder ein Obligationenindex? Gemessen in welcher Währung? Besser als eine risikolose Anlage im Geldmarkt? Wer hier falsche Anreize schafft, kann unter Umständen böse Überraschungen erleben.

Der Grossteil privater Vermögensbesitzer erwartet eine absolute Performance und stillschweigend wohl zumindest keine oder nur geringe Verluste innerhalb eines Kalenderjahres. Wenn dies so ist, schliesst das einen Aktien- oder Obligationenindex oder einen gemischten Index als Benchmark von vornherein aus. Denn hier müsste auch für relative Performance bezahlt werden, im Extremfall für hohe Verluste, solange der Benchmark noch stärker gefallen ist.

## Hurdle Rate

Ein privater Anleger wird daher eher einen absoluten Massstab anlegen. Es bietet sich ein Geldmarktindex an, der – von ganz extremen Fällen abgesehen – immer eine positive Rendite aufweist, welche mit der Höhe der Geldmarktsätze schwankt und quasi die risikolose Anlagevariante abdeckt. Je nach Anlageziel kann dieser Geldmarktsatz als Benchmark noch mit einem Zuschlag versehen werden. Daraus wird dann die «Hurdle Rate», die übertroffen werden muss, bevor erfolgsabhängige Gebühren zur Anwendung kommen. Fixe Hürden, wie etwa 5%, sind weniger empfehlenswert, da

sie dem nicht konstanten Niveau des risikolosen Zinses keine Rechnung tragen. Auch versteht es sich von selbst, dass Referenz- und Benchmarkwährung übereinstimmen müssen. Neben der Frage des Benchmarks und der Bemessungsgrundlage (meist das in der Periode durchschnittlich investierte Kapital) muss auch festgelegt werden, wieviel der «Über-Performance» als erfolgsabhängige Gebühr belastet werden soll. Marktüblich sind Ansätze um 20%; je ambitionierter die Hurdle Rate, desto höher sollte dieser Ansatz sein.

## High Water Mark

Eine Performance Fee setzt zwingend voraus, dass Anreizsystem und Anlagepolitik im Einklang stehen. Mit einem sehr konservativen Obligationenportfolio (beispielsweise nur AAA-Anlagen, nur Laufzeiten bis 5 Jahre, keine Fremdwährungen) lässt sich ein Geldmarktsatz nur geringfügig übertreffen. Ein reines Aktienportfolio dagegen kann in einzelnen Jahren eine Geldmarktrendite um ein Mehrfaches schlagen, was dann auch sehr hohe Gebührenzahlungen nach sich ziehen könnte. Beide Seiten sollten daher zum gegenseitigen Vorteil von vernünftigen Annahmen über die zu erwartende Rendite aus einem Portfolio ausgehen und eine Hurdle Rate wählen, die im Normalfall über mehrere Jahre in etwa Gebühren generiert, die üblichen fixen Ansätzen mit einem kleinen Zuschlag entsprechen. Wichtig ist auch die Vereinbarung einer «High Water Mark». Ein einmal erreichtes Niveau des Portfolios (auf der Basis eines Indexes, damit Zu- und Abflüsse berücksichtigt werden können) muss nach einem Rückgang erst wieder überschritten werden, bevor die erfolgs-

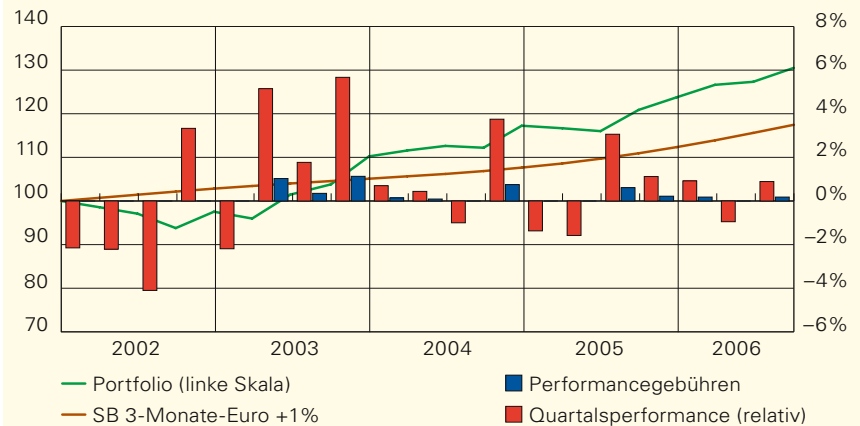
abhängige Gebühr zum Tragen kommt (s. Grafik).

Auf der Seite des Anbieters erfordert die Berechnung einer erfolgsabhängigen Gebühr eine korrekt funktionierende Performanceberechnung, die Cash-flows richtig berücksichtigt. Auch sollte eine solche Gebührenregelung in jedem Fall schriftlich mit einigen Berechnungsbeispielen vereinbart werden, um Missverständnisse auszuschliessen. Während bei klassischen Gebühren nur selten Unklarheiten entstehen, zeigt die Praxis bei erfolgsabhängigen Gebühren nicht selten unschöne Diskussionen als Folge unklarer Regelungen, besonders wenn aufgrund einer an sich erfreulich guten Performance auch hohe Gebühren fällig werden. Vorgängig zu klären ist auch, ob die erfolgsabhängige Gebühr für die Berechnung der Performance als nicht-performancewirksamer Abfluss gilt oder die nächste Periode belastet. Üblich ist eine vierteljährliche Abrechnung mit entsprechender Neu-fixierung der High Water Mark.

#### Problematische Anreize

Nicht zu vergessen ist aber auch, dass erfolgsabhängige Gebühren Anreize schaffen, die für den Anleger nicht nur Vorteile haben. Rein finanztheoretisch betrachtet, verkauft (schreibt) der Auftraggeber mit einer erfolgsabhängigen Gebühr eine Option an den Vermögensverwalter. Jener hat im Erfolgsfall ein (theoretisch) unbegrenztes Gewinnpotential, kann aber nur die ent-

### High Water Mark und Performancegebühren



Fiktives Berechnungsbeispiel mit einem Geldmarkindex als Benchmark. Im Dezember 02 wurde trotz Outperformance keine Gebühr fällig, da die High Water Mark nicht erreicht wurde.

gangene Gebühr verlieren, am Verlust ist er ja nicht beteiligt. Da liegt es für den Portfolio Manager nahe, eher höhere Risiken einzugehen als bei fixer Bezahlung – eventuell auch gegen Ende einer Abrechnungsperiode eine Art «Alles-oder-Nichts»-Position einzunehmen, wenn die Hürde nur knapp erreicht ist. Das kann zu einer Risikoexposition führen, die nicht der Risikotoleranz des Anlegers entspricht.

Bei Banken als Vermögensverwalter ist dieses Risiko klein, da die Portfolio Manager überwacht sind und dafür gesorgt wird, dass Mandate mit oder ohne erfolgsabhängige Gebühr nicht unterschiedlich verwaltet werden. Wo eine solche Überwachung aber fehlt, erfordert dies vom Auftraggeber besondere Aufmerksamkeit. In jedem Fall müssen bei Vorliegen erfolgsabhängiger Gebühren aber be-

züglich Anlageklassen klare Bandbreiten gesetzt werden.

Weiter stellt sich die Frage, ob eine erfolgsabhängige Gebühr mit einer fixen Sockelgebühr für die Administration des Depots kombiniert werden sollte. Allgemein ist dies üblich, da für jede Kundenbeziehung ganz unabhängig von der Dienstleistung fixe Kosten anfallen, beispielsweise für Depotführung, Berichterstattung oder die unvermeidlichen und laufend wachsenden Compliancekosten. Ohne jede Entschädigung hierfür werden mit Sicherheit falsche Anreize geschaffen.

#### Individueller Entscheid

Obige Überlegungen zeigen, dass ein auf den ersten Blick logisches Entschädigungssystem nicht nur Anreize schafft, sondern auch problematische Aspekte aufweist. Viele Auftraggeber mögen die Vorstellung haben, ein Vermögensverwalter wende sich einem unter Performance Fee stehenden Portfolio mit grösserer Aufmerksamkeit zu; das ist zumindest bei modern strukturierten Verwaltern nicht der Fall, da ein Mandat mit fixer Gebühr und vergleichbaren Anlagerichtlinien auch identisch verwaltet wird. Insofern muss im Grunde niemand den Anlageerfolg mit dem Verwalter teilen, und es kann eine beide Seiten zufriedenstellende fixe Gebühr vereinbart werden. Wer sich psychologisch schwer damit tut, bei ungenügender Performance etwas zu bezahlen, für den ist die Vereinbarung einer erfolgsabhängigen Gebühr, unter Beachtung einiger Vorsichtsmassnahmen, sinnvoll. ●

### Do performance fees offer the right incentives?

Most portfolio-management mandates are based on fixed tariffs, comparable to the way doctors or lawyers charge their clients. These tariffs are applicable even if a portfolio's performance turns negative, e.g. in bear markets. Performance fees, on the other hand, are based on a portfolio's (and its manager's) performance. In this case it is important to define a "hurdle rate" which must be passed before a fee may be charged. It is also advisable to define a "high water mark" which must be reached after a decline in the portfolio's value before a performance fee may again be applied. Generally, performance fees may offer the manager incentives which could be disadvantageous to the investor. In a way, an investor who chooses a performance fee sells an option to the portfolio manager: While the manager (theoretically) has unlimited profit potential on the upside, he does not participate in any loss. Consequently, there is a danger that he might take greater risks. This potential risk is small at banks where portfolio managers are monitored and mandates with a performance fee are managed the same way as mandates with fixed tariffs. Elsewhere, investors must be particularly attentive. All in all, performance fees may, on the one hand, offer special incentives; on the other hand, there are also inherent potential problems. However, performance fees may be an alternative for investors who find it difficult to pay a fixed fee even for insufficient performance.