

Erste Erfahrungen mit einer symmetrischen Performance Fee

In guten wie in schlechten Zeiten

Aktives oder passives Management – diese Fragestellung bleibt aktuell.

Viele Pensionskassen kämpfen mit dem Problem, dass der Grossteil der aktiven Manager in ihren Portfolios nach Kosten schlechter rentiert als die indexierten Manager. Das Konzept einer symmetrischen Performance Fee hilft, vielversprechende Manager besser identifizieren zu können.

Wer aktives Management wählt, nimmt gegenüber passiven Lösungen deutlich höhere Vermögensverwaltungskosten in Kauf, die durch eine Mehrrendite kompensiert werden sollen. De facto bleibt jedoch unter dem Strich nach Abzug der Kosten oft weniger übrig als bei passivem Management. Der Investor befindet sich dann in der unangenehmen Situation, eine geringere Rendite mit höheren Kosten erzielt zu haben. Grund für dieses Ergebnis kann sein, dass es nicht gelingt, gute von schlechten Managern zu unterscheiden.

Beteiligung am Erfolg und am Misserfolg

Die klassische Managerselektion, die auf dem sogenannten 5P-Konzept aufbaut (Personen; Produkt, Prozess, Preis und historische Performance), schafft es anscheinend nicht, verlässliche und beständige Ergebnisse zu erzielen. An diesem Punkt setzt das Konzept der symmetrischen Performance Fee an, die mit einem zweifachen Anspruch eingeführt wird: Sie soll die Identifikation guter Manager erleichtern und gleichzeitig verhindern, dass man am Ende mit höheren Kosten und tieferer Rendite dasteht.

Die Grundidee der symmetrischen Performance Fee ist denkbar einfach. Schafft es ein Manager, im Vergleich zum passiven Manager eine Mehrrendite zu erzielen, so darf er zusätzlich zu seiner Grundgebühr einen Teil des Mehrwertes für sich beanspruchen (klassische asymmetrische

Performance Fee). Schafft er es jedoch nicht, diesen Schwellenwert zu übertreffen, so zahlt er einen Teil der Grundgebühr an den Investor zurück. Die Performance Fee ist somit symmetrisch: Sie wird nicht nur im Erfolgsfall fällig, sondern auch bei Misserfolg – und zwar dann zugunsten des Investors. Man kann davon ausgehen, dass sich nur diejenigen Manager auf ein solches Konzept einlassen, die von ihren eigenen Qualitäten wirklich überzeugt sind.

Die Anbieter machen mit

Bei zwei Ausschreibungen konnten mit diesem Konzept bereits erste Erfahrungen gesammelt werden: ein aktives Mandat für Wandelanleihen sowie ein aktives Gemischtmandat. Dabei konnten die Anbieter gewisse Parameter wie die Höhe der Performancebeteiligung sowie die Grösse des Intervalls, über das sie angewandt werden sollte, selbst bestimmen.

Die Ergebnisse für das Gemischtmandat sind in der Grafik (Seite 74) dargestellt: Das Intervall, in dem sich die Gebührenbelastung bewegen wird, ist auf der linken Achse abgetragen. Anbieter D verlangt beispielsweise eine Flat Fee von 0.2 Prozent (Grenze zwischen dunkelgrünem und hellgrünem Bereich). Gleichzeitig offeriert er eine Performance Fee (Beteiligung, rechte Achse unten) von 5 Prozent. Diese möchte er über ein Intervall von ± 2 Prozent anwenden. Die Länge des Balkens zeigt, wie stark die Gebührenbelastung – in Abhängigkeit von Intervall und Höhe der Performance-Beteiligung – variieren kann. Im schlechtesten Fall erhält er so eine Grundgebühr von 0.2 Prozent (Flat Fee) abzüglich 5.0 Prozent (Performance Fee) multipliziert mit 2.0 Prozent (Intervall). Dies ergibt 0.1 Prozent (Floor, untere Grenze des Balkens). Im besten Fall beträgt die Gebühr 0.3 Prozent (Cap, obere Grenze des Balkens). Je breiter das Intervall ist, in dem sich die

In Kürze

- > «Aktive» Manager sind teuer
- > Mit der Performance Fee sollen die Kosten zumindest teilweise an die Performance gekoppelt werden

Gebühr bewegt, je mehr Risiko der Manager also nach unten auf sich nimmt, desto grösser scheint sein Vertrauen in seine eigenen Fähigkeiten zu sein.

Gleichzeitig gibt die Differenz in der Flat Fee mit und ohne Performance Fee ebenfalls einen Hinweis auf die Selbsteinschätzung des Managers: Verlangt er bei der Anwendung des Gebührenkonzepts mit symmetrischer Performancebetei-

Autoren

Benita von Lindeiner
Dr., Senior Consultant,
c-alm



Alvin Schwendener
Dr., Senior Consultant,
c-alm

PLACEMENTS

gung eine höhere Flat Fee als beim Gebührenkonzept ohne Performancebeteiligung (Anbieter F, rotes Dreieck), so scheint er wenig Vertrauen in die eigenen Fähigkeiten zu haben. Das Offerieren einer solchen Marge ist als negatives Signal zu interpretieren.

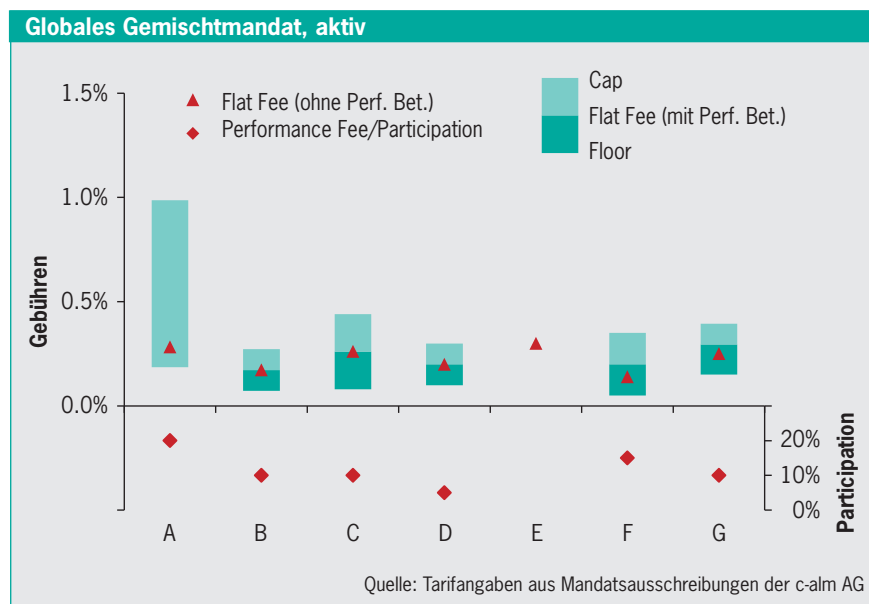
Grund zur Hoffnung

Entgegen erster Rückmeldungen aus der Branche haben diese Ausschreibungen gezeigt, dass grundsätzlich eine hohe Bereitschaft besteht, in die symmetrische Performancebeteiligung einzuwilligen. Wir werten dies als Einsicht der Anbieter, dass im Fall einer Underperformance nicht nur der Investor das Risiko tragen sollte.

Die Parameter werden zwar aktuell (noch) so gewählt, dass es nie zu einer Nettoschuld kommen kann. Auch im schlechtesten Fall erhalten die Anbieter eine positive Grundgebühr. Gleichzeitig sind diese Minimalgebühren jedoch teilweise bereits unter den Kosten, die für ein

passives Mandat anfallen würden. Ob es mit diesem Konzept in Zukunft besser gelingen wird, schwache von starken Managern zu unterscheiden, bleibt abzuwarten. Bereits jetzt lässt sich aber festhalten,

dass es so zumindest gelingt, die Kombination von höheren Kosten und schlechterer Rendite gegenüber einem passiven Mandat zu vermeiden. ■



Premières expériences avec une commission de performance symétrique

Pour le meilleur et pour le pire

Gestion active ou passive? La question reste d'actualité. Beaucoup de caisses de pensions sont en effet confrontées à un dilemme: une majorité des gérants actifs de leur portefeuille sont moins rentables après déduction des coûts qu'une gestion indicielle. Le concept d'une commission de performance symétrique permet de mieux identifier les gérants prometteurs.

Opter pour une gestion active, c'est accepter des coûts de gestion nettement supérieurs à ceux d'une solution passive. Cela suppose évidemment que le rendement devrait être suffisamment élevé pour compenser le surcoût. Hélas, la réalité est dif-

férente: il reste souvent moins dans la tirelire après déduction des coûts qu'avec une gestion passive. L'investisseur a payé plus pour gagner moins. Le problème vient peut-être du fait que l'on ne réussit pas à distinguer entre bons et mauvais gérants.

En bref

- > Les gérants «actifs» coûtent cher
- > Par le biais de la commission de performance, on cherche à établir un rapport au moins partiel entre coûts et performance

Participation à la réussite et à l'échec

La méthode classique de sélection des gérants fondée sur les 5P (personnes, produit, processus, prix et performance historique) ne donne apparemment pas

des résultats constants et fiables. Intervient alors le concept de la commission de performance symétrique dont la mission est double: faciliter l'identification de bons gérants et éviter qu'on ne se retrouve au bout du compte avec des coûts plus élevés pour un rendement plus bas.

L'idée de fond de la commission symétrique est on ne peut plus simple. Si un gérant parvient à dégager un surrendement par rapport à un gérant passif, il touchera en plus de la redevance de base une partie de la plus-value ainsi obtenue (commission de performance asymétrique classique). A l'inverse, s'il ne parvient pas à dépasser cette valeur seuil, il remboursera la redevance de base à l'investisseur. La commission de performance devient donc symétrique: elle n'est pas seulement échue en cas de réussite, mais aussi en cas d'échec, sauf que c'est alors l'investisseur qui en profite. Il y a fort à parier que seuls les gérants qui ont confiance dans leurs capacités vont se lancer dans un tel concept.

Les prestataires jouent le jeu

Les premières expériences ont déjà été recueillies avec ce concept dans le cadre de deux mises au concours: un mandat actif portant sur des emprunts convertibles et un mandat actif mixte. Les prestataires pouvaient eux-mêmes déterminer certains paramètres tels que le montant de la participation à la performance et

l'étendue de l'intervalle sur lequel il était applicable.

Le graphique (page 74 dans l'article allemand) illustre les résultats obtenus pour le mandat mixte: l'intervalle d'application choisi de cette redevance figure sur l'axe de gauche. Le prestataire demande par exemple une commission forfaitaire de 0.2% (frontière entre la zone vert clair et la zone vert foncé). En même temps, il offre une commission de performance (participation, axe de droite, en bas). Il aimerait l'appliquer sur un intervalle de +/-2%. La longueur de la barre montre dans quelle fourchette peut varier la charge des redevances en fonction de l'intervalle et du montant de la participation. Dans le pire des cas, il va toucher une commission de base de 0.2% (commission forfaitaire), moins 5.0% (commission de performance), multiplié par 2.0% (intervalle). Ce qui donne 0.1% (floor, limite inférieure de la barre). Dans le meilleur des cas, la redevance sera de 0.3% (cap, limite supérieure de la barre). Plus l'intervalle sur lequel la redevance évolue est large, plus le gérant accepte de risque en cas d'orientation à la baisse, et plus il semble avoir confiance dans ses propres capacités.

La différence entre la commission forfaitaire avec, et celle sans commission de performance, est aussi un indice de l'autoévaluation du gérant: s'il demande une commission forfaitaire plus élevée en cas

d'application du concept de participation symétrique à la performance qu'avec le concept d'émolument sans participation à la performance (prestataire F, triangle rouge), il semble ne pas avoir grande confiance dans ses propres capacités. L'offre d'une telle marge est à interpréter comme signe négatif.

L'espoir est permis

Contrairement à ce que suggéraient les premières réactions du secteur, ces mises au concours ont montré que le principe de la participation symétrique à la performance paraît acquis. Les prestataires semblent avoir compris qu'il n'est pas juste que l'investisseur assume seul le risque d'une sous-performance.

Pour l'instant, les paramètres sont (encore) choisis de sorte à ce qu'il ne puisse jamais se produire un solde net négatif. Même dans le pire des cas, les prestataires touchent encore une redevance de base positive. Mais cette redevance minimale est parfois déjà inférieure au coût d'un mandat passif. L'avenir dira si le concept permet de mieux séparer les bons des mauvais gérants. Mais en tous les cas, il permet d'éviter la constellation où les coûts sont plus élevés et le rendement inférieur à celui d'un mandat passif. ■

Benita von Lindeiner
Alvin Schwendener

WERBUNG

PUBLICITÉ

Leistungsfallmanagement

Zweitägiger Intensivkurs

Wir diskutieren und lösen Ihre Problemfälle

16. und 17. September 2014

Nottwil

Jetzt anmelden
Anmeldeschluss: 25. Juli 2014

Weitere Informationen und Anmeldung unter: www.schweizerpersonalvorsorge.ch/schulungen

07-14

75