
i-portfolio Standpunkte – Juli 2013

Anreizgerechte Tarifgestaltung für aktive Manager

Geschätzte Benutzerinnen und Benutzer von www.i-portfolio.ch

In den letzten beiden Ausgaben des i-portfolio Standpunktes haben wir (spiel-)theoretische Überlegungen und empirische Vergleiche angestellt, um Aufschlüsse zum Erfolg der aktiven Vermögensbewirtschaftung zu erhalten.

Das Gesamtergebnis fällt ernüchternd aus und legt den Schluss nahe, zumindest in den kotierten und liquiden Wertschriftenmärkten, die für eine regelbasierte Bewirtschaftung zugänglich sind, einen indexierten Anlagestil zu wählen.

Das heisst nicht, dass es am Markt nicht vereinzelt wahre und rare Talente geben kann, die bei der Auswahl und Bewirtschaftung der Vermögensanlagen effektiv einen Mehrwert zu leisten vermögen. Das Wissen über deren bare Existenz nützt wenig, wenn es keine zuverlässigen Kriterien gibt, anhand derer sich diese Talente identifizieren lassen. Gerade die historische Performance lässt – so intuitiv das Kriterium auch sein mag – kaum einen Rückschluss auf das Talent eines Managers zu.

Will man sich auf die waghalsige Suche nach wahren Managertalent begeben, so schlagen wir eine radikale Änderung der Spielregeln vor. Diese bestehen im Wesentlichen aus einer Vertragsausgestaltung, die den Manager bei Realisierung einer Mehrleistung zusätzlich entschädigen (Bonus) und bei Auftreten einer unterdurchschnittlichen Leistung bestrafen (Malus). Ermöglicht wird dies durch eine symmetrische Ausgestaltung der Performancebeteiligung. Der Kernpunkt dieser Vertragsausgestaltung: ein solcher Vertrag ist nur noch für diejenigen Manager ökonomisch interessant, die selbst davon überzeugt sind, dass sie über wahres Talent verfügen. Alle anderen werden einen solchen Vertrag ablehnen.

Ich wünsche Ihnen eine angeregte Lektüre!

Dr. Ueli Mettler, Partner c-alm AG



Ausgangslage: „5P“-Evaluationsansatz ohne Erfolg

Die Hypothese, dass sich aktives Management nicht lohnt, ist bei genauer Betrachtung die Verbindung zweier Teil-Thesen:

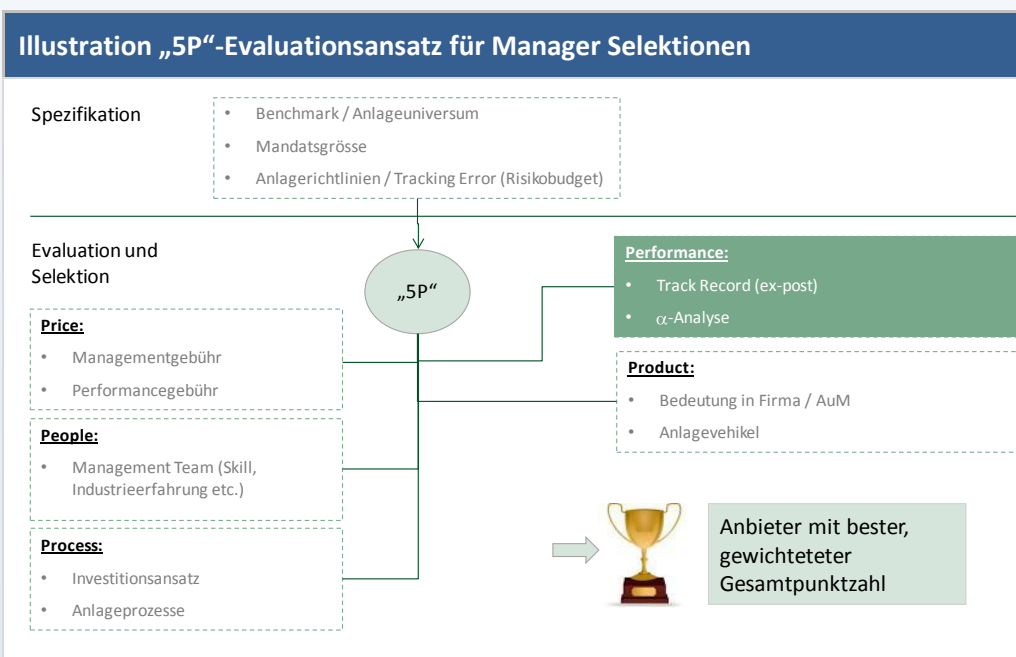
- Teil-These 1: Es gibt keine oder nur wenige talentierte Manager am Markt **und/oder**
- Teil-These 2: Es gibt keine zuverlässige Methode, die raren und wahren Talente zu identifizieren.

Was funktioniert nicht:

α generell oder die Suche nach α ?

Während wir uns in den letzten beiden Standpunkten hauptsächlich mit Teil-These 1 befasst haben, betrachten wir nun Teil-These 2. Der bei institutionellen Anlegern etablierte Ansatz zur Selektion und Evaluation von aktiven Managern lässt sich mit dem Kürzel „5P“ zusammenfassen und ist in der nachfolgenden Darstellung illustriert:

Evaluationsansatz Status Quo: „5P“






Quelle: Illustration der c-alm AG

Die konkrete Anwendung des „5P“-Ansatzes mit den Evaluationsebenen „Performance“, „Price“, „People“, „Process“ und „Product“ bietet freilich Gestaltungsfreiräume, die bezüglich der exakten Definition der zu analysierenden (Sub-) Kriterien und deren Gewichtungsschema abweichen. Im Ergebnis führt die

„5P“ als kleinstes gemeinsames Vielfaches

i-portfolio Standpunkte Juli 2013: Anreizgerechte Tarifgestaltung für aktive Manager

Anwendung des „5P“-Ansatzes zum selben, im Juni-Standpunkt dokumentierten Ergebnis:

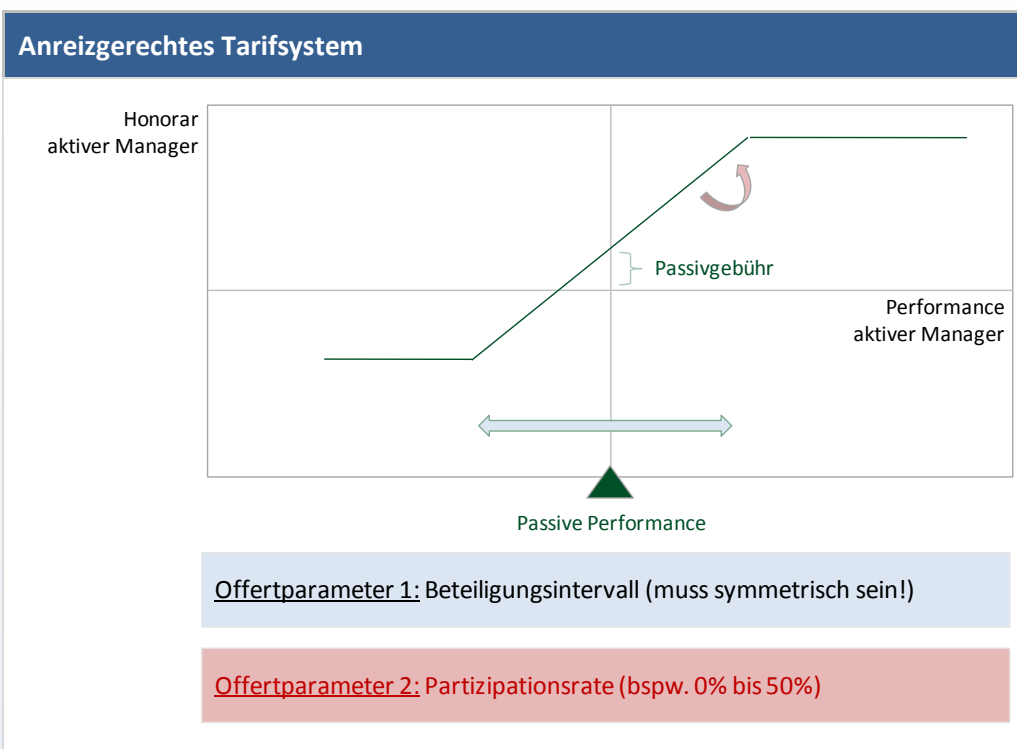
Kosten- und Performance aktiver Vermögensverwalter		
	Performance aktiv > Performance passiv	Performance aktiv < Performance passiv
Honorar aktiv > Honorar passiv		
Honorar aktiv < Honorar passiv		

Quelle: Illustration der c-alm AG

Anreizgerechte Tarifaufgestaltung: Konzept

Das äusserst unbefriedigende Norm-Ergebnis gemäss der obigen Illustration – nämlich bei weniger Leistung mehr Preis zu bezahlen – soll durch die anreizgerechte Tarifaufgestaltung per Konstruktion ausgeschlossen werden. Dies lässt sich durch die nachfolgend illustrierte Tarifstruktur bewerkstelligen:

„Ohne Fleiss
kein Preis“



Quelle: Illustration der c-alm AG

Das Tarifsystem enthält die nachfolgend erläuterten Eckpunkte:

- **Schwellenwert „Passive Performance“:** Die (hypothetische) Performance des passiv-indexierten Vermögensverwalters bildet den Verankerungspunkt für das anreizgerechte Tarifsystem. Wird diese Schwelle vom aktiven Vermögensverwalter überschritten, dann darf von aktivem Mehrwert gesprochen werden. Die „passive Performance“ bemisst sich an der Performance, die ein indexierter Vermögensverwalter im betrachteten Anlagesegment und Zeitraum erreichen würde: neben der von ihm vereinnahmten Managementgebühr fallen im Rahmen der Bewirtschaftung

Performance-
schwelle „passive
Performance“

i-portfolio Standpunkte Juli 2013: Anreizgerechte Tarifgestaltung für aktive Manager

Transaktionskosten und Steueraufwendungen an. Für ein institutionelles Aktien Welt Mandat beläuft sich die Gesamtkostenbelastung bei indexierter Bewirtschaftung auf rund 0.5% - diese Kosten sind für die Bemessung der Performanceschwelle zu berücksichtigen.




- **„Passivgebühr“:** Die Managementgebühr des indexierten Vermögensverwalters bildet nun gleichzeitig die erfolgsunabhängige Entschädigungsbasis der zur Auswahl stehenden aktiven Vermögensverwalter. **„Passivgebühr“ als Basishonorar**
- **„Partizipationsrate“:** Der Manager erhält zusätzlich eine variable Honorarkomponente, die sich am relativen Erfolg gegenüber der passiven Performance bemisst. Die variable Honorarkomponente ist positiv (negativ), wenn die Performanceschwelle überschritten (unterschritten) wird. Die Festsetzung der Partizipationsrate wird innerhalb bestimmter Bandbreiten (beispielsweise 0% - 50%) dem Manager überlassen. **Variable Honorarkomponente positiv oder negativ**
- **„Beteiligungsintervall“:** Damit das unternehmerische Risiko für den Vermögensverwalter kalkulierbar bleibt, kann er zudem einen Grenzwert spezifizieren, bei dem die Performancebeteiligung ausgesetzt wird. Auch diese Grenzwerte werden symmetrisch um die Performanceschwelle gesetzt.¹ **Begrenzung des Gewinn- und Verlustpotenzials**

¹ Die Tarifparameter lassen sich grundsätzlich noch weiter flexibilisieren – insbesondere ist es denkbar, dass die Partizipationsrate und das Beteiligungsintervall oberhalb der Performanceschwelle unterschiedlich gewählt werden als unterhalb der Performanceschwelle. Aus der Sicht des Anlegers ist einfach sicherzustellen, dass der Preis der Option, die er erhält (=ökonomischer Wert der Rückzahlung bei Minderperformance), unter der Annahme eines neutralen Talents ($\alpha=0$), gleich dem Preis der Option ist, die er dem aktiven Manager überschreibt (ökonomischer Wert der Auszahlung bei Überperformance).

Anreizgerechte Tarifaufgestaltung: Ergebnis und Operationalisierung

Die anreizgerechte Tarifgestaltung schliesst zum Einen das Ergebnis „Mehr Kosten bei weniger Leistung“ per Konstruktion aus. Das wichtigste Argument für diese Selektionsmethode ist aber der Offenbarungsdruck, dem die aktiven Vermögensverwalter ausgesetzt werden: nur diejenigen Vermögensverwalter, die eine starke Überzeugung von der Qualität des eigenen Anlageprozesses mitbringen, werden eine Offerte einreichen. Und diese Selbstoffenbarung liefert die relevantere Information für die Beurteilung der Qualität eines aktiven Vermögensverwalters als jede herkömmliche Selektionsmethode.

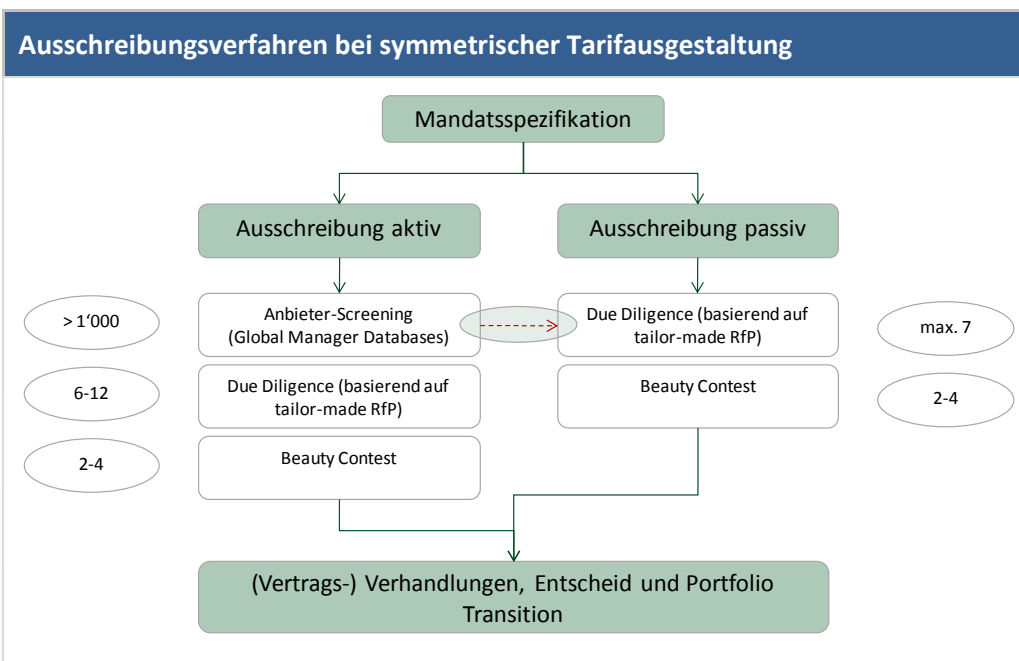
Beurteilung

Kosten- / Performanceausweis bei anreizgerechter Tarifaufgestaltung		
	Performance aktiv > Performance passiv	Performance aktiv < Performance passiv
Honorar aktiv > Honorar passiv		
Honorar aktiv < Honorar passiv		

Quelle: Illustration der c-alm AG

Die Frage ist gerechtfertigt, ob sich für ein solches Tarifsysteem am Markt überhaupt teilnahmewillige aktive Manager finden lassen. Aus diesem Grund ist es sinnvoll, zum Schluss noch einige Überlegungen zur Operationalisierung eines Ausschreibungsverfahrens mit anreizgerechter Tarifaufgestaltung anzufügen. Das Ausschreibungsschema, das unseres Erachtens eine Mindestinvestitionssumme von CHF 20 Mio. erfordert, ist nachfolgend illustriert:

Operationalisierung eines entsprechenden Ausschreibung



Quelle: Illustration der c-alm AG

Zu guter Letzt: wenn auf eine breit angelegte, öffentliche Ausschreibung gemäss dem oben dargestellten Schema keine Angebote von Vermögensverwaltern eingehen, dann kann sich die aktive Vermögensverwaltungsindustrie auch nicht mehr beklagen, wenn sich die Investoren für eine indexierte Anlagelösung entscheiden.

Impressum



Betreiber-
unternehmen

Rechtsform: AG nach Schweizer Recht
Gründungsdatum: 1. Juli 2005
Firmensitz: St. Gallen
Anzahl Mitarbeiter: 21
Dienstleistungen: Beratung & Software
Kunden: Professionelle Investoren
Assets under Consulting: Über 100 Mrd. CHF
Homepage: www.c-alm.ch

Ihre Ansprechpartner für www.i-portfolio.ch sind:

Kontakt und
Support



Dr. Ueli Mettler



Damian Real, M.A. HSG

Mail: info@i-portfolio.ch

Wir wollen den Leser darauf aufmerksam machen, dass jegliche Allokations- und **Disclaimer** Umsetzungsvorschläge in diesem Dokument zu empfindlichen Wertebussen – ja sogar zu einem Totalverlust führen können. Dies liegt in der Natur der Finanzmärkte. Die c-alm AG als Betreiberin von www.i-portfolio.ch haftet nicht für entstandene Verluste oder Schäden. Die in diesem Dokument enthaltenen Ausführungen spiegeln lediglich die Sicht der Autoren wieder und können von den tatsächlichen Gegebenheiten abweichen. Die c-alm AG lehnt jegliche Haftung für Schaden, der aus dem Inhalt dieses Dokuments entstehen könnte ab.