

Prof. Dr. Raimond Maurer
Goethe-Universität Frankfurt
Lehrstuhl für Investment, Portfolio Management
und Alterssicherung

Erfolgsabhängige Entlohnungssysteme für Investmentfonds: Gestaltungsformen und Anreizwirkungen

GIPS-Tag
Frankfurt, 15. März 2015



Prinzipal-Agenten-Beziehungen: KVG und Anleger

Charakteristikum

- KVG (Agent) stellt Know How dem Anleger (Prinzipal) nicht direkt, sondern nur indirekt durch ein Fondsmandat zur Verfügung
- Research-/Management-Know How verbleibt Geschäftsgeheimnis der KVG !

Konsequenzen

- (Natürliche) Informationsasymmetrie zwischen Anleger und KVG
 - „Anstrengungsniveau“ der KVG durch Anleger nicht einfach beobachtbar
 - Handlungsergebnis (= Fondsperformance) durch Zufallseinflüsse überlagert
- ⇒ Klassische Prinzipal-Agenten-Probleme

Steuerungs-Instrumente des Anlegers

- Kontrolle / Überwachung der KVG / (Regulierung)
- Direkte Anreize durch (partiell) erfolgsabhängige Vergütung

Gestaltungselemente von Entlohnungssystemen

Gestaltungselemente

Bemessungsgrundlage

- deterministisch
- stochastisch
 - Indexportfolio
 - (Fonds-Ranking)

Bezugsperiode

- einperiodig
- mehrperiodig

Entlohnungsfunktion

- symmetrisch
- asymmetrisch

Bemessungsgrundlage

Differenz aus Fondsrendite und Zielvorgabe (Benchmark)

- ⇒ Ziel der KVG: Outperformance durch aktive Positionen
- ⇒ Bezugsgröße der aktiven Rendite: üblich durchschnittlicher NAV (nicht trivial zu messen)

Perspektive Anleger

- Reflektion von Ertragserwartungen / Risikopräferenzen (Effizienz)
- **Fairness:** Keine naive Outperformance durch ineffiziente Benchmark

Perspektive KVG

- Kompatibel mit KAGB sowie eigenen Fähigkeiten
- Temporär neutrale Position

Basistypen

- Deterministisch (z.B. 1 %) / Öffentliche Indizes / Kombinationen
- (Fonds-Ranking)

Bezugsperiode

Gestaltungselemente

- Nach welcher Zeit soll aktive Rendite ermittelt werden?
- Sollen aktive Renditen aus vergangenen Perioden einbezogen werden?
- Wenn ja, wie ?

Signifikanz aktiver Renditen: „Zufall“ vs. „Können“

- Aktive Renditen grundsätzlich mit aktiven Risiken verbunden
- Konfidenz steigt mit zunehmender Anzahl von Beobachtungsperioden

Aktives Risiko (%)	Aktive Rendite (%)		
	0,5	1	2
2	44	11	3
4	174	44	11
6	392	98	25
8	697	174	44

Tabelle: Erforderliche Anzahl von Perioden zum Nachweis einer signifikanten Outperformance auf dem Konfidenzniveau von 5%.

Entlohnungsfunktion

Grundstruktur

Gesamte Fee = Base Fee + Performance Fee

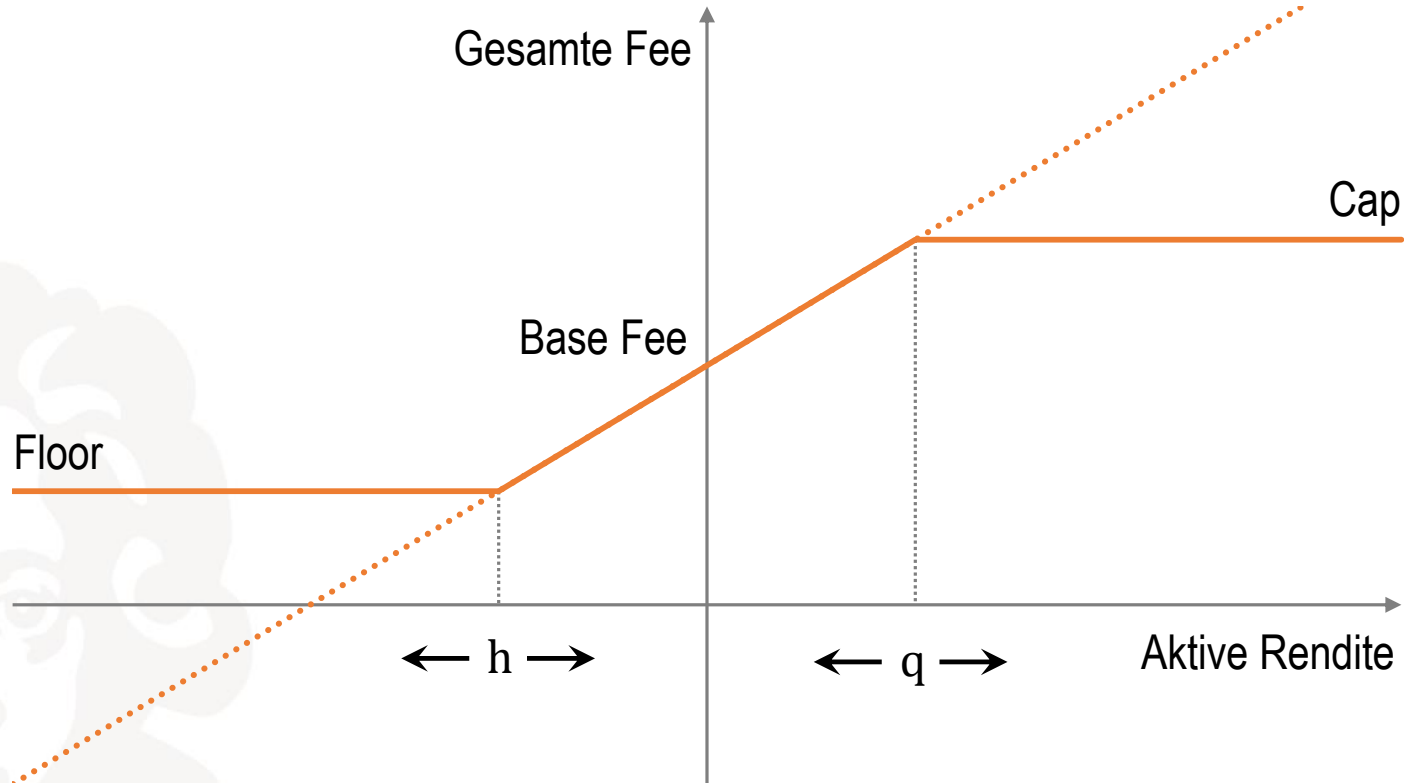
Basisentlohnung

- Entlohnung für passives Fondsmanagement

Performance Fee

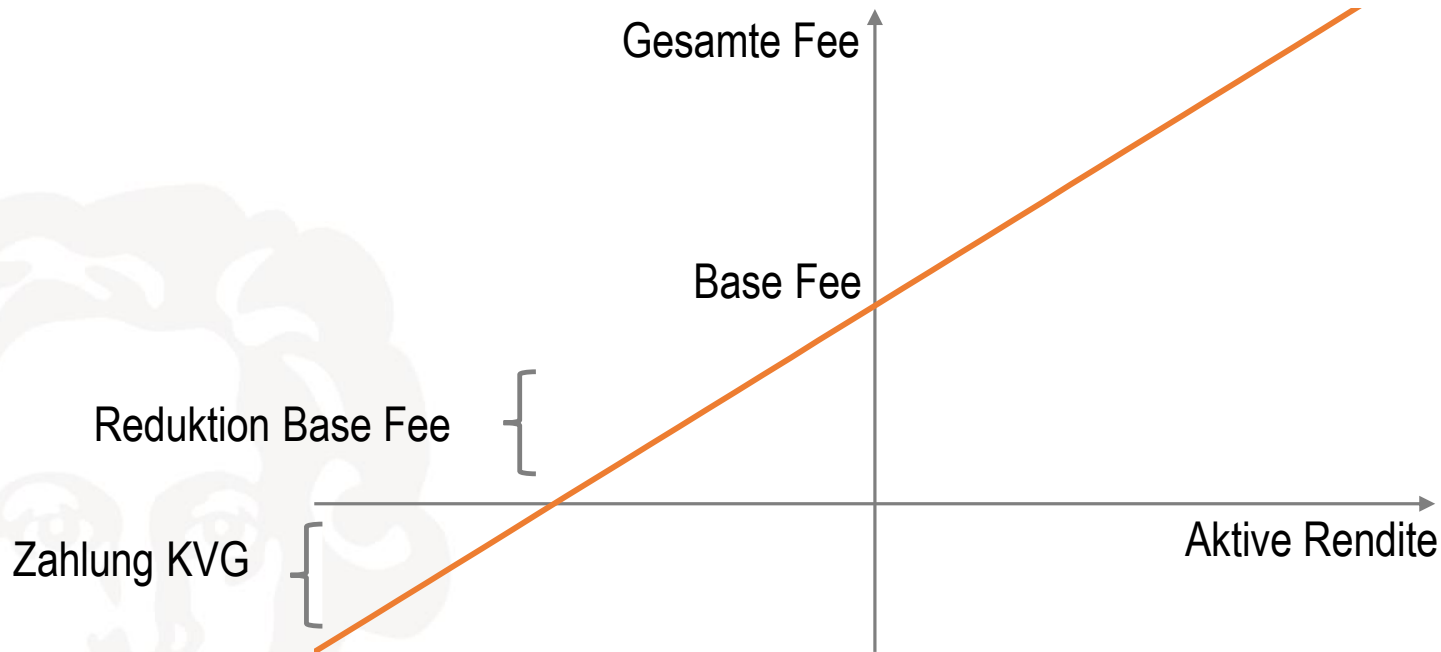
- Positive / negative finanzielle Konsequenzen erreichter positiver / negativer aktiver Renditen für KVG
- symmetrisch / asymmetrisch
- Verlustfloor / Gewinncap

Grundstrukturen: Überblick



Lineare Performance Fee

Fonds partizipieren gemäß einer festen Partizipationsrate (proportional) unbeschränkt an positiven / negativen aktiven Renditen.

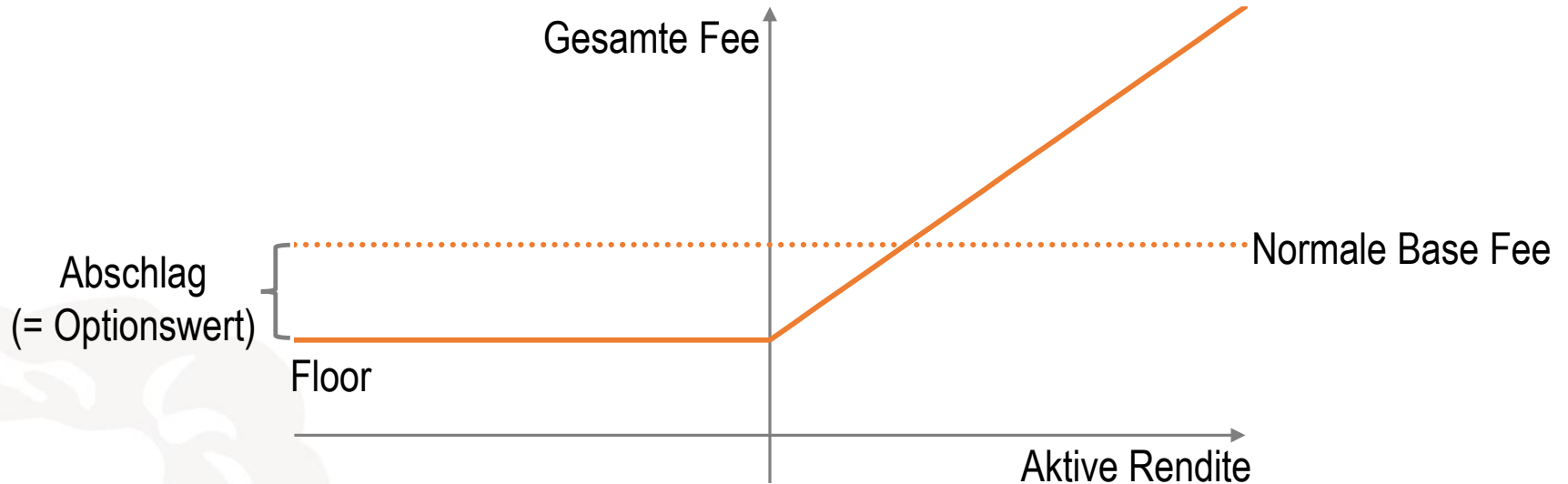


Bei hohen negativen aktiven Renditen können Zahlungen der KVG in den Fonds resultieren.

Lineare Performance Fees (II)

- Proportionale Teilung von Chancen und Risiken aktiver Positionen
- Theoretisch sowie intuitiv plausibel
- Bei negativen aktiven Renditen kann dies zu Zahlungen der KVG in den Fonds führen (Haftungspotential)
 - Angemessene Eigenmittelausstattung der KVG
 - Aufsichtsrechtliche Konsequenzen
 - Geringe Partizipationsraten / geringe Fondsvolumina
 - Tendenz zum „passiven“ Fondsmanagement (gewünscht ?)
 - Konzentrationstendenzen

Performance Fee mit Verlustbeschränkung



- Asymmetrisches Pay-Off-Profil wie (Austausch-)Option
- Long-Position: KVG / Short-Position: Anleger

$$\text{Gesamte Fee} = \text{Base Fee} + \text{Long Call}$$

- Quantifizierung der „Stillhalteprämie“

Reduktion Basisvergütung: Beispiel (1)

Idee Verwendung einer modifizierten B&S-Optionspreisformel (Margrabe)

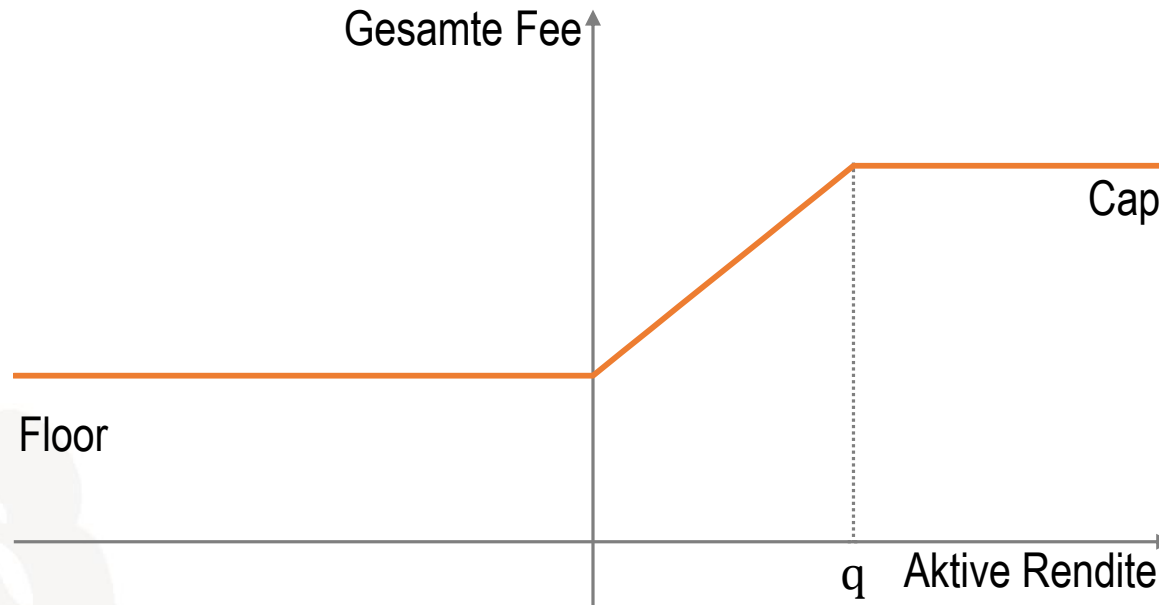
Beispiel

Fondsvolumen	10 Mio
Maximal toleriertes aktives Risiko	5%
Partizipationsrate	10%
Floor	0%
Bezugsperiode	12 Monate
Herkömmliche Asset Based Fee 0,5% p.a. auf Fondsvolumen	50.000
Optionswert (=0,2% des Fondsvermögens)	- <u>20.000</u>
Reduzierte Basisvergütung	<u>30.000</u>

Zentrale Anreizproblematik

- Je höher aktives Risiko desto höher der Optionswert
- KVG hat Anreiz, aktive Risiken über vereinbartes Maß hinaus einzugehen
- Kontrollmaßnahmen durch Anleger erforderlich (gewünscht / möglich ?)

Performance Fee mit Cap und Floor



$$\text{Gesamte Fee} = \text{Base Fee} + \text{Long Call} + \text{Short Call}$$

Modifizierte B&S-Formel: Kalkulation Abschlag / Risikoanalyse

Reduktion Basisvergütung: Beispiel (2)

Idee Verwendung einer modifizierten B&S-Optionspreisformel

Beispiel

Fondsvolumen	10 Mio
Maximal toleriertes aktives Risiko	5%
Partizipationsrate	10%
Floor	0%
Cap	5%
Bezugsperiode	12 Monate
Herkömmliche Asset Based Fee 0,5% p.a. auf Fondsvolumen	50.000
Optionswert (=0,15% des Fondsvermögens)	- <u>15.000</u>
Reduzierte Basisvergütung	<u>35.000</u>

Zentrale Resultate:

- Die Gewinnbeschränkung reduziert den Abschlag der Basisvergütung
- Bei „geschickter“ Wahl der Cap-Höhe erhebliche Reduktion der Risikoanreizproblematik

Mehrperiodige Entlohnungssysteme

Idee

- Glättung der Entlohnungszahlungen
- Negative aktive Renditen werden nicht „vergessen“, sondern sind durch positive aktive Renditen in nachfolgenden Perioden auszugleichen
- Positive aktive Renditen werden nicht sofort vollständig entlohnt, sondern teilweise „reserviert“

Technik Fee-Credit-Konto

Wirkungen

- Wissenschaftlich formale Wirkungsanalyse herausfordernd
- **Erwartung:** Keine kurzfristigen (spekulativen) aktiven „Wetten“, sondern langfristige Performance-Denken des Fondsmanagements

Probleme

- Wie lange sind „Altlasten“ mitzuschleppen?
- Wechsel des Fondsmanagements / der Anlagepolitik usw.

Deutschland



- Offene Fonds mit Anlageschwerpunkt:
 - Erfolgsabhängige Vergütung bei Outperformance über Vergleichsindex
 - Höchstbetrag bemessen am durchschnittlichen NAV
 - Kumulativer Underperformance-Vortrag über fünf Abrechnungsperioden
 - Abrechnungsperiode mindestens 1 Jahr
- Offene Fonds ohne Anlageschwerpunkt:
 - Erfolgsabhängige Vergütung bei positiver Wertentwicklung (ggf. über Hurdle Rate) oder
 - Erfolgsabhängige Vergütung bei positiver Outperformance über risikolosem Zinssatz (Geldmarktanlage)
 - Höchstbetrag bemessen am durchschnittlichen NAV
 - Abrechnungsperiode mindestens 1 Jahr
 - Vergütung nur bei Übertreffen der fünfjährigen „High water mark“
- Weitere Regeln für Geschlossene Fonds

USA



- Erfolgsabhängige Vergütung grundsätzlich nicht erlaubt (IAA 1940, sec 205(a)1 sowie SEC rules)
- Ausnahme „qualified clients“:
 - Mindestanlagesumme oder Mindest-Nettovermögen
- Nur proportionale (symmetrische) erfolgsabhängige Vergütung: „Fulcrum Fee“ (IAA, sec. 205(b)(2))
 - null zones, maximum percentage points,
 - Auffassung SEC staff zu Floors / Haftungsbeschränkung (Biber/Price 2014)

(...) “some funds ... try to implement a floor total fee, which would limit the downside to an adviser by providing it with a minimum cash payment and prevent the adviser from ever having to reimburse the fund” but that this approach is not permissible under Section 205, because it “only limits the downside without proportionally limiting the adviser’s upside.”

Ausblick

Vorteile

- Individuelle Gestaltung der Geschäftsverbindung
- Motivationswirkung für Fondsmanagement
- Hilfe bei der Fonds-Selektion
- Reduktion von Überwachungskosten (?)

Nachteile

- Komplexität
- Sorgfältiges Kontraktdesign erforderlich
- Adverse Risikoanreize möglich
- Möglicherweise höhere Überwachungskosten (?)