

# **Der Einfluss der Gebührenstruktur auf die Performance von institutionellen Aktienportfolios**

**Bachelorarbeit**

in

Banking und Financial Services

am

**Institut für Banking und Finance  
der Universität Zürich**

Autor: Dario Christen

Abgabedatum: 17. Juli 2012

## Executive Summary

Die momentan sehr ungewisse Lage auf den Finanzmärkten hat für institutionelle Anleger schwerwiegende Folgen. Insbesondere für die Schweizer Pensionskasse ist es in der aktuellen Situation nicht einfach, den regulatorischen Anforderungen gerecht zu werden. So waren im letzten Jahrzehnt die Vorsorgeeinrichtungen meist nicht in der Lage, die von ihnen anvisierte Sollrendite zu erreichen. Angesichts der Tatsache, dass es nicht gelingt die BVG-Mindestzinsforderungen zu erfüllen, müssen Lösungsansätze entworfen werden. Wichtige Ansatzpunkte sind hier die entstehenden Kosten im Anlageprozess allgemein und die Vermögensverwaltungskosten im Speziellen. Die vorliegende Arbeit klärt deshalb die Frage, welchen Einfluss die heutigen Ausprägungen von Gebührenstrukturen auf institutionelle Aktienportfolios haben.

Die Verrechnung dieser Kosten basiert auf verschiedenen *Gebührenmodellen*, welche sich durch unterschiedliche Berechnungsbasen voneinander abgrenzen. Die vorliegende Arbeit erläutert die wichtigsten Ausprägungen dieser Modelle und zeigt durch die theoretische Gegenüberstellung auf, dass jedes Modell in seiner Anwendung Vor- und Nachteile aufweist. Im Verlaufe der Arbeit wird klar, dass vor allem volumen- und outputabhängige Preismodelle in der institutionellen Vermögensverwaltung von Bedeutung sind. Detailliert wird bei der technischen Erläuterung der Gebührenmodelle auch auf die Modifikationsmöglichkeiten von outputabhängigen Modellen eingegangen. Diese können mittels Entscheidungen über die Messmethode, die Symmetrieeigenschaften, die Partizipationsrate, die Evaluationsperiode und die Behandlung vergangener Anlageleistungen vielseitig gestaltet werden.

Um jedoch zu einer differenzierten Aussage über die Auswirkungen der verschiedenen Gebührenmodelle zu gelangen, geht die Arbeit zusätzlich auf die Beziehung zwischen dem Kunden und dem Vermögensverwalter ein. Diese Beziehung ist geprägt von Unsicherheiten, welche dadurch verursacht werden, dass die Vertragspartner über unterschiedliche Informationen verfügen. Diese sogenannten Informationsasymmetrien lassen sich mithilfe der *Agency Theorie* effektiv beschreiben und analysieren. Gegenstand dieser Theorie sind unter anderem die Probleme, welche bei der Aufgabendelegation durch einen Prinzipal an einen Agenten entstehen. Die Theorie unterscheidet zwischen verschiedenen Ausprägungen von asymmetrischen Informationen, welche für die Anwendung auf die institutionelle Vermögensverwaltung unterschiedlich relevant sind. Es stellt sich im Verlauf der theoretischen Abhandlung heraus, dass vor allem die zwei verschiedenen Problematiken der Adverse Selection und von Moral Hazard genauer betrachtet werden sollten.

Das Risiko von Adverse Selection, oder auch das Problem der falschen Auswahl genannt, besteht vor Vertragsabschluss. Es handelt sich dabei um Informationsdefizite seitens des Prinzipals bezüglich der Qualität der potenziellen Auftragnehmer. Methoden wie Screening

oder Signaling, welche zur Lösung von Adverse Selection theoretisch vorgeschlagen werden, sind in der Praxis allgegenwärtig und tragen massgebend zu einer Abschwächung der Informationsasymmetrie bei.

Eine viel grössere Herausforderung stellt die Lösung der Moral Hazard Problematik dar. Nach Vertragsabschluss weiss der Prinzipal nicht, wie sich der Agent im Rahmen seiner Auftragserfüllung verhält und ob dieser relevante Informationen zurückbehält. Um dieses Risiko verborgener, opportunistischer Handlungen abzuschwächen, werden ebenfalls verschiedene Lösungsmechanismen vorgeschlagen. Um den Agenten in seinem Verhalten zu disziplinieren, kann erstens sein Handlungsspielraum eingeschränkt werden. Diese Methode bringt allerdings die Gefahr mit sich, dass die optimale Anwendung seiner Fachkompetenz verhindert wird. Zweitens wird die Verwendung von Informations- und Kontrollsystemen vorgeschlagen, durch welche der Agent bei seiner Arbeit überprüft werden soll. Beide Methoden finden in der Praxis der institutionellen Vermögensverwaltung grosse Akzeptanz. Die dritte Möglichkeit besteht in der die Anwendung von Anreizverträgen. Die Ausgestaltung solcher Verträge erfolgt in der institutionellen Vermögensverwaltung über die Gebührenmodelle, wodurch sich der Kreislauf der vorliegenden Thematik schliesst.

Um die Auswirkungen der Gebührenmodelle bezüglich ihrer Anreizwirkung zu untersuchen, werden die theoretischen Kenntnisse der Gebührenmodelle sowie der Agency Theorie miteinander kombiniert und in einer theoretischen Abhandlung verschiedene Erkenntnisse gewonnen.

Die in der heutigen Zeit am häufigsten anzutreffende, volumenabhängige Verrechnungsmethode bringt eine implizite Erfolgsbeteiligung mit sich und kann, nicht zuletzt dank des intensiven Wettbewerbs, als grösstenteils risikoarm bezeichnet werden. Zwar entstehen durch eine volumenabhängige Verrechnungsart keine einschlägigen, unerwünschten Anreize, mithilfe eines volumenabhängigen Gebührenmodells werden jedoch auch keine erwünschten Anzeizeffekte geschaffen. Das outputabhängige Preismodell geht hier einen Schritt weiter und lässt in Kombination mit seinen Modifikationsmöglichkeiten einen grösseren Spielraum zur Anreizsteuerung zu. Das theoretisch geeignetste Modell, welches komplett auf eine Basisgebühr verzichtet und den Vermögensverwalter unbeschränkt an Gewinn und Verlust beteiligt, muss in dieser Form allerdings als utopisch angesehen werden. Bei der Gestaltung eines Gebührenmodells bestehen dennoch verschiedenen Möglichkeiten, die Interessen des Vermögensverwalters den Zielen des Kunden anzunähern.

Relative Modelle sind zu bevorzugen, da sie eine Filterung der exogenen Faktoren mit sich bringen. Zweitens sollte die Gestaltung der Partizipation möglichst symmetrisch erfolgen. Dies sorgt dafür, dass der Portfoliomanager keine zu hohen Risiken eingeht, ohne im Besitz superiorer Informationen zu sein. Asymmetrische Modelle können als Call-Option angesehen

werden und gewinnen an Wert bei ansteigender Volatilität des Underlyings. Diese Erkenntnis führt dazu, dass der Portfoliomanager in solchen Modellen den Anreiz hat, das relative Risiko opportunistisch zu steigern. Ebenfalls muss festgehalten werden, dass eine Erhöhung der Partizipationsrate in asymmetrischen Modellen keinen Einfluss auf das Anstrengungsniveau des Portfoliomanagers hat. Dieser kann denselben Effekt durch das Hinzufügen risikoreicher Anlagen selbst erreichen. Drittens kann die Evaluationsperiode relativ kurz gehalten werden, da somit weniger Anreize zur opportunistischen Risikoanpassung im Verlaufe der Periode bestehen. Jedoch sollte bei der Verwendung einer kurzen Evaluationsperiode eine High Water Mark oder ein Verlustvortrag zum Einsatz kommen, damit vergangene Anlageleistungen nicht in Vergessenheit geraten. Schliesslich wurde erkannt, dass vor allem eine Beschränkung des Tracking Errors aus theoretischer und praktischer Sicht unumgänglich ist.

Als letzte theoretische Abhandlung wird auf die Rendite/Risiko-Kennzahlen eingegangen, welche üblicherweise im Rahmen des Controllingprozesses verwendet werden und die Basis zur Berechnung von outputabhängigen Gebühren bilden. Dabei handelt sich zum einen um die eindimensionalen Renditekennzahlen der absoluten und relativen Rendite. Zum anderen können diese Kennzahlen mit einem geeigneten Risikomass kombiniert werden und gewinnen so an Aussagekraft. Das Ergebnis dieser Vorgehensweise sind die zweidimensionalen, risikoadjustierten Performancekennzahlen. Diese ermöglichen einen Vergleich verschiedener Anlagealternativen mit unterschiedlichen Risikostrukturen und unterscheiden sich in der Berücksichtigung verschiedener Risikodefinitionen.

Die Kernfrage der vorliegenden Arbeit ist jedoch, ausfindig zu machen, ob die Gebührenstruktur einen entscheidenden Einfluss auf die Performance von institutionellen Aktienportfolios hat. Die durchgeführte Studie zeigt, dass weder die Gebührenhöhe noch die Art des Gebührenmodells (volumen- oder outputabhängig) einen signifikanten Einfluss auf die Rendite/Risiko-Struktur von institutionellen Aktienportfolios hat. Die erreichte Rendite und das eingegangene Risiko werden durch eine Performance-Fee nicht tangiert. Daher lautet die Empfehlung gemäss Interpretation der Studienresultate für die Mandatsvergabe folgendermassen: Nach eingehender Qualitätsprüfung zur Vermeidung von Adverse Selection sollte unter den äquivalenten Anlagealternativen stets die kostengünstigste Variante ausgewählt werden. Die durchgeführte Studie hat gezeigt, dass in der institutionellen Vermögensverwaltung Grössenvorteile realisiert werden können. Deshalb sollten unnötige Aufsplitterungen des Vermögens vermieden sowie mögliche Vermögenszusammenschlüsse kleinerer Institutionen geprüft werden. Die jährlich anfallenden Lohnkosten für die Haltung eines institutionellen Aktienportfolios lassen sich bei einer Verdoppelung des Anlagevolumens approximativ um -0.1375% senken.