

## SIGLO Timeout Nr. 121 – Verhandlungsmacht und Gebühren

### Inhalt

Über Vermögensverwaltungsgebühren und Kosten wurde in den letzten Jahren sicher mehr als genug geschrieben. Leider oft aus einer für uns etwas engstirnigen Sichtweise, die zwar hohe Kosten anprangert, aber selten dahinterstehende Anreize und die Rolle der Verhandlungsmacht kommentiert. Wir teilen im Timeout unsere Eindrücke und Erkenntnisse aus zwanzig Jahren Anlageerfahrung, um Lesern unsere Wahrnehmung der Zusammenhänge zu erläutern. Dabei versuchen wir, nur zu beobachten und nicht zu werten, weil wir uns letzteres nicht anmassen.

### Ausgangslage

Vermögensverwaltung strebt in den meisten Fällen nach hohen absoluten und/oder risiko-adjustierten Renditen. Kosten schmälern die erzielbaren Nettorenditen, weshalb es nachvollziehbar und sinnvoll ist, ein Auge darauf zu werfen. Wer sowohl die Anreize als auch die Verhandlungsmacht hinter verschiedenen Gebührenmodellen in den unterschiedlichen Anlageklassen und Strategien durchschaut, ist für künftige Beurteilungen und Gebührenverhandlungen sicherlich besser gerüstet, als wer nur pauschal anklagt und poltert.

### Mythos Anreize dank Performancefee

Seit Jahrzehnten wird vor allem von Anbieterseite in diversen alternativen Anlageklassen behauptet, eine Performancegebühr würde die Interessen und Ziele von Anlegern und Managern alignieren und harmonisieren. Man würde ja damit im gleichen Boot sitzen. Wir sehen das aus folgenden Gründen kritisch:

Erstens werden nur Gewinne geteilt. Verluste erleidet aber bloss der Investor, während der Manager selbst für miserable Leistungen die gesamte Managementgebühr erhält und nur auf eine allfällige, bisher nicht ausbezahlte Performancegebühr verzichten muss. Die Anreize sind also nicht symmetrisch verteilt und daher bereits im Grundsatz zweifelhaft.

Zweitens wird unterstellt, dass sich Manager nur Mühe geben, wenn sie einen Anteil vom Gewinn erhalten. Damit wird das Phänomen der intrinsischen Motivation ausgeblendet. Es mag zwar so sein, dass gewisse Leute nur für Geld etwas machen, aber es gibt auch viele, die nicht nur ans Geld denken, sondern Spass an der Sache, Wettkampf-Spirit, Ehre, und andere emotionale Faktoren verfolgen.

Ohne die nun aufgeführten Leute persönlich zu kennen, unterstellen wir, dass Michael Jordan, Ronaldo oder Roger Federer, aber auch Mick Jagger, JK Rowland oder Richard Attenborough ihre beeindruckenden Taten und Werke nicht aus Geldgier vollbrachten.

Drittens bezweifeln wir, dass es sich Anbieter im heutigen kompetitiven Umfeld leisten könnten, sich keine Mühe zu geben. Und wenn dem tatsächlich so wäre, müsste der Kunde seine Gelder per sofort zurückziehen. Genau in dieser Möglichkeit liegt für uns auch die entscheidende Anreizharmonisierung. Ein Manager sollte durch Leistungen die Kunden motivieren, investiert zu bleiben und nicht zur Konkurrenz zu wechseln. Wenn ein Manager Kunden langfristig halten kann und dafür seine Managementgebühren erhält, sind aus unserer Sicht die Anreize gut ausgestaltet. Zugleich muss sich der Kunde natürlich aktiv überlegen, ob ihn die Leistung des Managers überzeugt, d.h. ob der Manager sein Geld wert ist, und ob die Voraussetzungen für zukünftige Erfolge noch erfüllt sind.

### Weshalb kommen Manager damit durch?

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, wieso die Mehrzahl der Manager in gewissen Anlageklassen wie Private Equity oder etwas weniger homogen auch in Hedge Funds ihre Performancegebühren durchsetzen können, während sie in anderen wie Bank Loans, HY-Bonds, oder ILS damit im Schnitt scheitern. Folgende Erklärungen erscheinen plausibel:

Besteht überhaupt ein Wille, den Status Quo in Frage zu stellen? Wir haben den Eindruck, dass sich die Anlegerwelt mit Performancegebühren z.B. für Private Equity abgefunden hat. Wer dies in Frage stellt, wird oft schräg

angeguckt. Ist doch klar, dass man einem Top Quartil Manager auch 20% des Gewinns abliefert, weil man sonst ja keinen Zugang zum neuen unglaublich guten Fonds kriegt. Dabei scheint die Angst der Anleger, nicht im nächsten Fonds des Anbieters partizipieren zu dürfen, eine Rolle zu spielen. Das FOMO-Phänomen (Fear-Of-Missing-Out) scheint zu wirken und lässt Anleger dabei vergessen, dass Hoffnung keine Strategie ist und auch keine sorgfältige Prüfung ersetzt. Ob ein Fonds zehn oder mehr Jahre später effektiv die versprochenen Toprenditen abwirft, wird hingegen weniger akribisch verfolgt, weil die Erfolgsmessung schwierig und aufwändig ist, sowie nur mit zeitlicher Verzögerung erfolgt. Zudem stirbt ja die Hoffnung immer zuletzt.

Mindestens ebenso erstaunlich ist für uns die Beobachtung, dass kaum ein PE-Manager auf die Idee kommt, Anleger mit günstigeren Gebühren anzulocken. Offenbar herrscht bei Anlegern die Meinung vor, dass die top PE-Manager zwingend eine Performancegebühr verlangen und nur drittklassige Manager dies nicht durchsetzen können. Aus einer teuren Struktur wird quasi ein Qualitätsmerkmal abgeleitet, was Marketing-mässig eine Meisterleistung der PE-Industrie darstellt, die sonst nur von Kosmetika-Herstellern erreicht wird. Es scheint nachvollziehbar, dass die Anbieter ihre Verhandlungsmacht nicht ohne Weiteres aufgeben, sondern von der für sie attraktiven Ausgangslage profitieren wollen, weshalb sie alle mit gleichen Konditionen aufwarten. Dort liegt heute offenbar der Schnittpunkt von Angebot und Nachfrage. Aber bieten wirklich alle PE-Anbieter die versprochene Leistung? Die Homogenität in Konditionen verdeutlicht für uns eher, wie schwach die Verhandlungsposition der Anleger ist und wie wenig unternommen wird, um die Verhandlungsmacht in Richtung der Investoren zu verschieben.

### **Adverse Anreize**

Noch fragwürdiger wirken in unseren Augen Konstellationen bzw. Strategien, in welchen die Interessen von Anlegern und Managern mit Performancegebühren sogar divergieren. Man denke an einen Kreditmanager, dessen Auftrag in der Vergabe möglichst risikoarmer aber gleichwohl attraktiver Kredite besteht. Die reine Existenz einer Performancegebühr über einer bestimmten Hürde (Hurdle Rate)

schafft ja bereits beim Manager den Anreiz, eher Kredite zu vergeben, die einen höheren Ertrag bzw. eine höhere Kreditrisikoprämie versprechen. Es dürfte also nicht erstaunen, wenn sein Portfolio in der Praxis eher am oberen Ende des erlaubten Risikospektrums, wenn nicht sogar deutlich darüber, zu liegen kommt, weil der Manager damit die Chancen auf seine Performancegebühr verbessert. Technisch ausgedrückt, entspricht die Performancegebühr einer Option für Manager; volles Upsidepotential mit limitiertem Risiko. Der Wert der Option steigt mit höherer Volatilität, was Managern den Anreiz verschafft, mehr Risiko einzugehen. Ist das wirklich im besten Interesse der Anleger? Die Antwort lautet oft aber nicht in jedem Fall nein. So spielt auch das Anlagerahmenwerk mit den Risikolimiten eine zentrale Rolle, weil es den Spielraum des Managers absteckt. Es lohnt sich, OMs oder LPAs zu studieren. Zweitens kennen wir auch Manager, die nach unserer subjektiven Sicht erkannt haben, dass langfristige Kundenbeziehungen wichtiger sind als kurzfristige Gebührenmaximierungen.

Entsprechend können wir über den Begriff «Incentive Fee» nur schmunzeln, da Anreize durch adäquate Management Fees besser und harmonischer ausgestaltet werden als über asymmetrische Gewinnbeteiligungen mit einem fehlgeleiteten Optionscharakter.

### **Die Realität der Verhandlungsmacht**

Um dem denkbaren Vorwurf, wir würden hier nur Wasser predigen, aber in der Praxis Wein trinken, proaktiv entgegen zu treten, geben wir transparent zu, dass auch wir Lösungen mit Performancegebühren empfohlen haben und auch weiterhin empfehlen. Der Grund liegt darin, dass wir trotz aktiver Bemühung in gewissen Fällen feststellen mussten, in der schwächeren Verhandlungsposition zu sein. Trotz dieser eher misslichen Ausgangslage gelangten wir im Rahmen der Selektion und Due Diligence zur Überzeugung, dass das Potenzial für eine höhere Nettorendite dieser Manager wahrscheinlicher ist, als bei allen anderen Angeboten im Markt. Anders ausgedrückt konnten uns einige Manager davon überzeugen, dass ihr Renditepotenzial auch nach Kosten fast einzigartig ist und nicht von adversen Rendite-Anreizen torpediert wird. Sprich die Manager sind es uns einfach wert.

Wie der Moderator Michael Schanze in der Kindersendung Eins-Zwei-Oder-Drei bereits vor Jahrzehnten feststellte, werden wir erst sehen, ob wir richtig stehen, wenn das Licht angeht. Im Gegensatz zur Sendung geht das Licht leider nicht sofort an, sondern erst in einigen Jahren. Daher sind Achtsamkeit, Geduld und Hartnäckigkeit gefordert. Zudem erlauben wir uns dabei in Anlehnung an Sir John Maynard Keynes, unsere Meinung mit der Zeit zu ändern, insbesondere wenn sich die Fakten ändern. Dazu zählt natürlich auch Wettbewerbsintensität zwischen Anbietern. Wer alternative Anlagen seit Jahrzehnten verfolgt und darin lebt, konnte feststellen, wie stark sie sich in gewissen Segmenten, bzgl. den Anlagekonditionen veränderte.

**Verhandlungsmacht ist heterogen**

Entsprechend anders präsentiert sich heute die Ausgangslage für gewisse HF-Strategien wie z.B. CTAs, für ILS und Bank Loans oder mittlerweile auch Direct Lending, wo bereits etablierte und erfolgreiche Manager gute Lösungen ohne Performancegebühr bieten. Wir wissen zwar nicht, ob die Änderungen kundenseitig getrieben, oder von Anbietern selbst initiiert wurden. Fest steht aber, dass Anleger im Schnitt davon profitieren, weil für sie mehr vom Ertrag übrig bleibt. In anderen Worten gelang es den Anlegern in gewissen Anlageklassen, die Verhandlungsmacht auf ihre Seite zu rücken, ohne dass sich dadurch die Anbieter bei der Rendite-Erwirtschaftung keine Mühe gäben. Damit lassen sich auch Pauschalvorwürfe, wonach alle alternativen Anlagen einfach teuer seien, gut entkräften.

So wirkt die Ausrede, Performancegebühren seien halt Standard, nicht gerechtfertigt, weil man Standards über die Zeit ändern konnte, um sie investorenfreundlicher zu gestalten. Wo ein Wille ist, ist meistens auch ein Weg.

**Private vs. delegierte Geldanlagen**

Auch bei den Gebühren liegt die Schönheit im Auge des Betrachters. Daher ist es bei privaten Vermögensanlagen für uns genauso legitim, hohe Performancegebühren zu bezahlen wie hohe Ticketpreise für Kultur- oder Sportveranstaltungen (sofern wir diese irgendwann nach der ganzen Corona-Krise wieder besuchen dürfen). Anders beurteilen wir die Lage bei der Vermögensverwaltung von Geldern anderer Leute, da dort eine fiduziarische Pflicht zur Sorgfalt besteht, und man in unseren Augen zur Maximierung der Nettorendite die Gebührenbelastung aller Anlageklassen periodisch prüfen sollte. Das Ziel der Übung liegt dabei nicht darin, auf Teufel komm raus unter dem Schnitt einer Peergruppe zu liegen, sondern vielmehr transparente Preis-Leistungs-Vergleiche herzustellen. Dabei wählen wir bewusst den Begriff Leistung und nicht bloss Rendite, weil gute Leistungen nicht unbedingt nur absolut hohe Renditen implizieren. Abschliessend kann die Frage, ob Manager ihre Gebühren wert sind, nur subjektiv beantwortet werden. Ein nüchterner Blick auf die Verhandlungsposition sowie Praxisbeispiele mit konkreten Berechnungen aller Gebühren und Kosten in definierten Szenarien helfen uns und Kunden, anreizgerecht und nachhaltig einzuschätzen, ob ein Anbieter sein Geld wirklich wert ist.

**SIGLO Capital Advisors AG**

*berät Sie bei der Implementierung von Anlagestrategien und unterstützt bei der Selektion und der proaktiven Überwachung individueller Lösungen,*

*liefert Ihnen eine massgeschneiderte Beratung zur optimalen Ausrichtung, Verwaltung und Leistungsbeurteilung Ihrer Anlagen,*

*bietet Ihnen konkrete und adressatengerechte Analysen und Handlungsempfehlungen,*

*ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten*

[www.siglo.ch](http://www.siglo.ch) / [contact@siglo.ch](mailto:contact@siglo.ch)

