

# Neue Gebührenmodelle

**ASSET MANAGEMENT** *Grossinvestoren wie Japans Beamten-PK GPIF testen neue Tarifstrukturen.*

Jens Pongratz

Seit langem ist es für Investoren eine Herausforderung, die Anreize für Asset-Manager so zu setzen, dass sie die gleichen Interessen und Ziele verfolgen, nämlich langfristigen Anlageerfolg, und nicht einfach nur Anlagegelder einsammeln, um den Gewinn zu maximieren. Ein noch junger Versuch stammt von der 1,5 Bio. \$ schweren japanischen Beamten-Pensionskasse GPIF (Government Pension Investment Fund).

GPIF hat ein neues Gebührenmodell eingeführt, das explizit zwischen Phasen der Underperformance und Phasen der Outperformance unterscheidet. Im ersten Fall erhalten externe Manager eine niedrige «passive» Grundgebühr, die im Wesentlichen der Gebühr für ein passives Mandat entspricht. Im zweiten Fall bekommen sie einen festen Anteil des produzierten Alphas (Mehrwert), eine Performancegebühr also.

Eine Obergrenze gibt es nicht. Doch werden nur 45% der erfolgsabhängigen Gebühren unmittelbar ausbezahlt. Die restlichen 55% kommen im folgenden Jahr zur Auszahlung.

## VERTRAG FÜR VOLLEN ZYKLUS

Um den langfristigen Anlagehorizont von GPIF zusätzlich zu betonen, gelten das Gebührenmodell und die Verträge für einen vollständigen Konjunkturzyklus. Die Asset-Manager können somit langfristige Anlageentscheidungen treffen, ohne befürchten zu müs-

sen, bei kurzfristiger Underperformance gefeuert zu werden.

GPIF hat die Gebührenstruktur auf ihrer Website kürzlich veröffentlicht. Die Pensionskasse erklärt detailliert, wie sie die spezifische Struktur entwickelt hat, die aus Sicht der PK die Anreize zwischen Anleger und Vermögensverwalter am besten in Einklang bringt, ohne dabei übermässig komplizierte Regeln geschaffen zu haben. Und sie hätte nichts dagegen, würde das Beispiel Schule machen. Die Chancen stehen nicht schlecht, verkörpert GPIF doch den grössten japanischen Pensionsfonds.

## AUF EFFIZIENTEN MARKT AUS

Für sie ist das geänderte Gebührenmodell auch aus einem anderen Blickwinkel relevant: Weil 80% ihres Portfolios passiv investiert sind, ist die Kasse stark daran interessiert, dass das möglichst effizient geschieht. Dafür sind effiziente Kapitalmärkte eine wesentliche Voraussetzung. Also bemüht sie sich auch um die aktiven Manager, sie machen die Märkte letztlich effizient. Damit erreicht GPIF zwei Ziele gleichzeitig: die Verbesserung ihrer aktiven und ihrer passiven Investments.

Nicht alle Details zur GPIF-Gebührenstruktur sind allerdings öffentlich, und einige Fragen bleiben offen: Nach welcher Zeit kann ein Mandat angesichts des langfristigen Anlagehorizonts gekündigt werden? Und wie genau wird die Performancegebühr festgelegt?

Interessanterweise dreht sich die öffentliche Diskussion als Reaktion auf das GPIF-Modell zunächst um den lang-

fristigen Anlagehorizont: Ist ein ganzer Konjunkturzyklus (zum Beispiel fünf bis sieben Jahre) tatsächlich mit der vermeintlichen Kurzfristigkeit vieler Investoren zu vereinbaren? Langfristige Verträge können auch zu Ungunsten des Kunden sein, wenn ein Asset-Manager sein Leistungsversprechen nicht erfüllt, die Zusammenarbeit aber weitergeführt werden muss.

Vermögensverwalter scheinen genau dieses Argument zu nutzen, um an den bisherigen Gebührenmodellen festzuhalten: Sie würden ja gerne eine Gebührenordnung der genannten Art anbieten, aber die Kunden stimmten dem nicht zu, behaupten sie. Da müssen sich die beiden Seiten noch finden.

Ein Vorteil der langen Vertragsdauer scheint zu sein, dass auf Finanzinstitute weniger Fragen eintrommeln, wenn ein Manager schlecht abschneidet. Und

*«Warum nicht die Leistung über einen ganzen Konjunkturzyklus messen?»*

Asset-Manager haben in schlechten Marktphasen weniger Aufwand, um ihre Mandate zu verteidigen, können dafür in guten Zeiten höhere Gebühren verlangen. Was jedoch vergessen wird: Nicht die Gebühren sind relevant, sondern die Performance nach Gebühren. Selbst wenn nur passive Gebühren ge-

zahlt werden, kann ein Anleger dennoch mit einer deutlichen Underperformance konfrontiert werden.

Nicht nur in Japan, sondern weltweit haben Asset-Manager begonnen, ihre Gebührenmodelle in erster Linie als Reaktion auf die Zunahme passiver und faktorgetriebener Strategien zu überarbeiten. Der schnell wachsende ETF (Exchange Traded Funds)-Markt machte dabei den Anfang.

## GRATIS-INDEXFONDS

ETF gelten als günstige Alternative zu aktiven Fonds und werden von Emittenten weiterhin stark propagiert. Allerdings ist der Verdacht nicht ganz abwegig, dass der Kampf um die tiefste Gebühr vor allem Marketingzwecken dient, um Marktanteile zu gewinnen. Der US-Asset-Manager Fidelity bietet einige Indexfonds neu kostenlos an.

Generell ist die von GPIF angestossene Entwicklung positiv. Sie zielt auf langfristiges Anlegen und entspricht damit dem grundsätzlichen Ziel, das jede Vorsorgeeinrichtung hat. Dementsprechend macht es auch Sinn, die Leistung eines Managers über einen längeren Zeitraum, warum nicht über einen ganzen Konjunkturzyklus, zu messen – besonders, wenn man weiss, dass das «Timing» von Managern, also die richtige Person respektive Adresse für ein Mandat zu finden, fast so schwierig ist wie erfolgreiches Timing an den Märkten.

Jens Pongratz, Direktor Investment Solutions, Corestone Investment Managers

DIE VERWALTETEN  
VERMÖGEN STIEGEN 2017  
IN CHINA AM STÄRKSTEN,  
UND ZWAR MIT

+22%

DER WELTWEIT GRÖSSTE  
ETF SPYDER AUF S&P 500  
VON STATE STREET  
FEIERTE IM JANUAR DEN

25.  
GEBURTSTAG