

Die Zeit im Blick

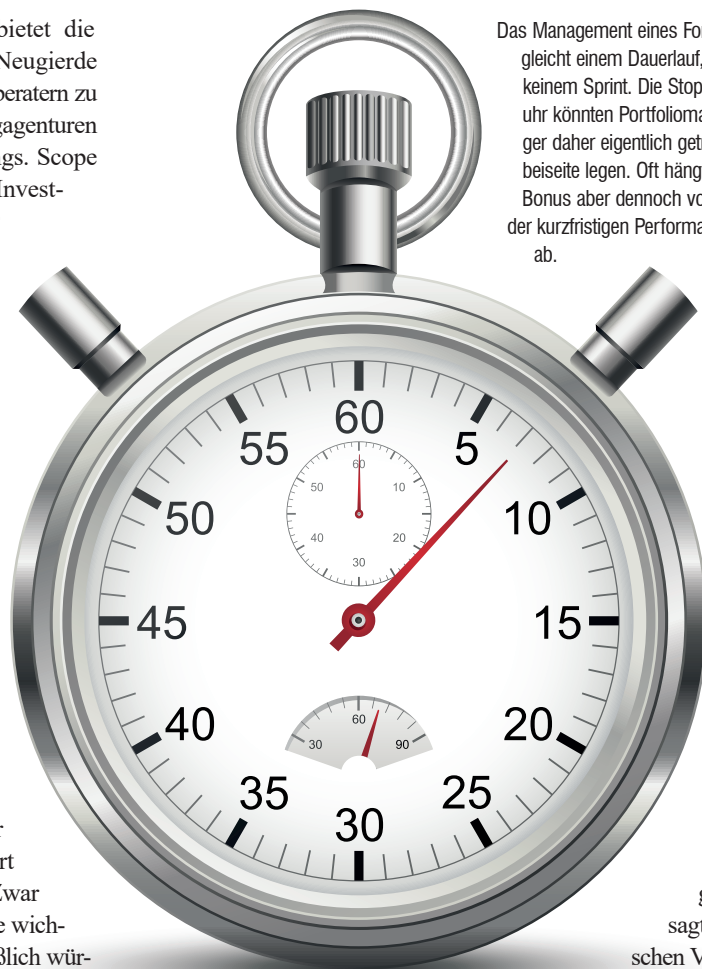
Sind Portfoliomanager erfolgreicher, wenn ihre variable Vergütung an die langfristige Performance ihres Fonds gebunden ist? Eine Spurensuche.

Welcher Asset Manager bietet die besten Fonds? Um die Neugierde von Anlegern und Finanzberatern zu befriedigen, veröffentlichen Ratingagenturen regelmäßig entsprechende Rankings. Scope zufolge ist MFS die beste große Investmentgesellschaft: Per Ende 2019 trugen zwei Drittel der hierzulande zugelassenen MFS-Fonds ein Toprating von Scope. Bei den kleinen Häusern lag zuletzt Lupus Alpha vorn, die Frankfurter Boutique kommt auf eine Topfondsquote von 88 Prozent. Morningstar fährt eine ähnliche Analyse, kommt aber zu einem anderen Ergebnis. Demnach hat aktuell Baillie Gifford das europaweit beste Angebot: Die Fonds der Schotten tragen im Schnitt 4,1 von fünf möglichen Morningstar-Sternen.

MFS, Lupus Alpha und Baillie Gifford eint nicht nur ihr gutes Abschneiden in Asset-Manager-Rankings, sondern auch ein anderer Punkt: Sie legen besonderen Wert auf eine langfristige Perspektive. Zwar betont fast jeder Fondsmanager, wie wichtig ihm der lange Atem sei – schließlich würde er investieren und nicht spekulieren. Doch die drei genannten Häuser zählen zu den Anbietern, bei denen die Ausdauer gewissermaßen institutionalisiert wurde: Sie haben die variable Vergütung ihrer Fondsmanager an die langfristige Outperformance gekoppelt. Ob ein Manager auf Sicht von zwölf Monaten vor dem Index oder seinen Mitbewerbern liegt, spielt für den Bonus keine Rolle.

Langfristige Anreize

Kann es sein, dass das kein Zufall ist? Dass Fondsmanager besser abschneiden, wenn sie wirklich langfristig incentiviert werden? „Aus der Forschung zur Vergütung von Konzernvorständen ist bekannt, dass sich eine langfristige Anreizstruktur positiv auf die Entwicklung des jeweiligen Unternehmens auswirkt“, sagt Alexander Kempf, Professor an der Universität Köln. „Darum ist plausibel, dass im



Das Management eines Fonds gleicht einem Dauerlauf, keinem Sprint. Die Stoppuhr könnten Portfoliomanager daher eigentlich getrost beiseite legen. Oft hängt ihr Bonus aber dennoch von der kurzfristigen Performance ab.

im März 2018 veröffentlichten Studie immerhin einen verwandten Aspekt. Darin beschäftigen sich die Forscher mit den Anreizen für Fondsmanager, die sich aus ihren Wettbewerbsklauseln ergeben, also daraus, ob ein Manager problemlos zu einem Mitbewerber wechseln kann oder nicht. „Dabei kommen wir zu dem Ergebnis, dass Portfoliomanager eine bessere Performance abliefern und gleichzeitig weniger Risiko eingehen, wenn sich ihre Wettbewerbsklauseln verschärfen – und umgekehrt“, so Kempf. „Das ist für mich ein klares Zeichen, dass Fondsmanager auf gesetzte Incentives reagieren.“

Glück statt Können

„Wir sind uns sicher, dass es einen Zusammenhang zwischen der Vergütung eines Fondsmanagers und dessen Performance gibt“, sagt Stuart Dunbar, Partner des schottischen Vermögensverwalters Baillie Gifford. Auch er verweist auf akademische Untersuchungen zu einem verwandten Thema: „Wissenschaftliche Studien belegen, dass die Kursentwicklung einer Aktie kurzfristig nichts mit der operativen Performance des entsprechenden Unternehmens zu tun hat – langfristig aber sehr wohl.“ Ein Investmenthaus, das seine Portfoliomanager kurzfristig incentiviert, provoziert zwei mögliche Effekte: Entweder der Manager weiche kaum vom Index ab, um keine Underperformance zu riskieren, oder er gehe riskante Wetten ein – in der Hoffnung, dass seine Spekulation kurzfristig aufgehe. „Das hat allerdings nur mit Glück zu tun, nichts mit Können“, so Dunbar.

Bei Baillie Gifford ist der Bonus der Fondsmanager deshalb an die rollierende Fünfjahresperformance gekoppelt, ein Teil der Vergütung wird zudem verzögert ausbezahlt. „Wir verschwenden keine Sekunde darauf, über das

»Insbesondere größere Anbieter weisen in Analysegesprächen seit einiger Zeit von sich aus darauf hin, dass ihre Manager langfristig incentiviert sind.«

*Mirko Hajek,
RP Rheinische Portfolio Management*

Asset Management Ähnliches gilt.“ Wissenschaftlich nachgewiesen wurde das allerdings noch nicht, vielleicht auch weil es erst wenige Studien zu dieser Fragestellung gibt (siehe Kasten nächste Seite).

Kempfs Forschungsinstitut, das CFR Centre for Financial Research, beleuchtete in einer



Mirko Hajek, RP Rheinische Portfolio Management: „Uns ist sehr an einem stabilen Team gelegen.“

kurzfristige Kursziel einer Aktie nachzudenken“, umschreibt Dunbar die Philosophie seines Hauses. „Eine Aktie braucht Zeit, sich zu entwickeln.“ Die Volatilität an den Börsen ist für ihn lediglich ein Rauschen, das für langfristige Investments unbedeutend ist. „Ich kann einen Fondsmanager nicht dafür bezahlen, dieses Rauschen zu kontrollieren“, meint er.

„Furchtbare Methode“

Als noch gefährlicher erachtet Dunbar eine andere Spielart der variablen Vergütung: Viele Investmenthäuser koppeln das Einkommen eines Portfoliomanagers zumindest zum Teil an die Profitabilität seines Fonds. Sprich: Wer ein großvolumiges, margenstarkes Produkt verantwortet, wird besser bezahlt. „Das ist eine furchtbare Methode, einen Portfoliomanager zu honorieren“, meint er. „Denn dann konzentriert er sich eher darauf, seinen

Fonds zu vermarkten, statt ihn vernünftig zu managen.“

Bei MFS und Lupus Alpha herrscht eine ähnliche Philosophie vor. Der US-Anbieter legt bei der variablen Vergütung der Fondsmanager die Performance über drei, fünf und zehn Jahre zugrunde, hinzu kommt eine Beurteilung durch die Kollegen. Bei Lupus Alpha sind die rollierende Dreijahresperformance sowie Risikokennzahlen entscheidend. Fidelity International legt ebenfalls Wert auf die langfristige Perspektive: Dort hängt der Bonus wesentlich von den Ergebnissen ab, die der Fondsmanager über drei und fünf Jahre abliefern, kürzere Zeiträume werden nicht berücksichtigt.

Andere Häuser sehen das nicht ganz so strikt. „Unsere Fondskonzepte sind klar auf eine langfristige Investmentperspektive ausgelegt. Das spiegelt sich auch in der variablen



Alexander Kempf, Universität Köln: „Unsere Studie zeigt, dass Fondsmanager auf gesetzte Incentives reagieren.“

große, aber doch eine gewisse Rolle spielt. Bei der Capital Group zum Beispiel fließen die Resultate über acht Jahre mit dem größten Gewicht in die Bonusberechnung ein, gefolgt von den Ergebnissen über fünf und drei Jahre sowie zwölf Monate. „So stellen wir sicher, dass unsere Fondsmanager eher lang- als kurzfristig investieren“, sagt Matthias Mohr, der bei der Capital Group das Geschäft mit Finanzintermediären in Deutschland verantwortet. Ziel sei es, die Interessen der Portfoliomanager mit den langfristigen Anliegen der Kunden in Einklang zu bringen. „Daher hat auch die Summe der verwalteten Vermögenswerte eines Fonds keinen Einfluss auf die Vergütung“, so Mohr.

Bei Allianz Global Investors sind die Ziele, die für den individuellen Bonus entscheidend sind, in der Regel zu 70 Prozent quantitativer und zu 30 Prozent qualitativer Natur, berichtet

»Wir verschwenden keine Sekunde darauf, über das kurzfristige Kursziel einer Aktie nachzudenken.«

Stuart Dunbar, Baillie Gifford

Vergütung wider“, betont Michael Schmidt, Vorstand und Chief Investment Officer bei Lloyd Fonds. „Dennoch wäre es falsch, die kurzfristige Performance völlig auszublenden. Denn sonst bestünde die Gefahr, dass sich ein Fondsmanager nach einem sehr guten Jahr auf dieser Wertentwicklung ausruht, weil er weiß, dass diese auch sein Drei- und Fünfjahresergebnis nach oben hieven wird.“

So kommt es, dass die Performance über zwölf Monate bei vielen Anbietern zwar keine

Was die Wissenschaft sagt

Es gibt viele Studien, die den Zusammenhang zwischen Fondsgebühren und -performance untersuchen. Zur Frage, ob sich die Vergütung des Portfoliomanagers auf die Wertentwicklung auswirkt, existieren dagegen nur wenige wissenschaftliche Arbeiten. FONDS professionell stellt zwei aktuelle Veröffentlichungen vor.



Beispiel USA: Seit März 2005 verpflichtet die US-Wertpapieraufsicht SEC Asset Manager dazu, für jeden Publikumsfonds zumindest die Kriterien offen-

zulegen, nach denen der Portfoliomanager vergütet wird – auch wenn die absolute Höhe des Gehalts ein Geheimnis bleibt. Die Wissenschaftler Linlin Ma (Universität Peking), Yuehua Tang (University of Florida, Gainesville) und Juan-Pedro Gomez (IE Business School, Madrid) werteten diese Angaben für rund 4.500 Fonds in mühsamer Handarbeit aus und veröffentlichten die Ergebnisse im April 2019 im „Journal of Finance“. Der Studie zufolge hat weder die Tatsache, dass ein Fondsmanager eine performanceabhängige Vergütung bekommt, noch die Länge des

Zeitraums, über den die Wertentwicklung ermittelt wird, einen Einfluss auf dessen zukünftige Performance.



Beispiel Schweden: In Schweden legt das Finanzamt offen, wie viel jeder Steuerzahler verdient. Diese enorme Transparenz machten sich Markus Ibert (Stockholm School of Economics), Ron Kaniel (Simon School of Business, Rochester), Stijn Van Nieuwerburgh (Stern School of Business, New York) und Roine Vestman (Stockholm University) zunutze.

Sie konnten die Performedaten von 941 Publikumsfonds den Einkommen von 531 Portfoliomanagern aus Schweden zuordnen. In ihrer 2018 in der Fachpublikation „The Review of Financial Studies“ veröffentlichten Analyse kommen die Wissenschaftler zu dem Ergebnis, dass es einen starken Zusammenhang zwischen der Vergütung des Managers und dem Fondsvolumen gibt. Sprich: Wer ein großes Portfolio managt, verdient mehr. Der Zusammenhang zwischen Performance und Vergütung sei dagegen „erstaunlich schwach“, so die Autoren.



Karin Schambach, Indigo Headhunters: „Ein hoher Bonusanspruch kann sich als ‚goldener Käfig‘ entpuppen.“

ein Sprecher des Unternehmens. In die Berechnung des quantitativen Elements fließt das Ergebnis über ein Jahr mit 25 Prozent ein, das über drei Jahre macht 75 Prozent aus. „Alles in allem spielt die quantitative Einjahresperformance bei der Bemessung der variablen Vergütung also nur eine untergeordnete Rolle“, so der Firmensprecher.

Baillie-Gifford-Partner Dunbar erscheint eine Belohnung kurzfristiger Outperformance nur dann sinnvoll, wenn das auch Ziel der Anlagestrategie ist, beispielsweise bei Absolute-Return-Ansätzen. „In diesem Fall bildet sich der Fondsmanager freilich keine Mei-

nung zur operativen Entwicklung eines Unternehmens, sondern er fällt ein Urteil über das Verhalten anderer Marktteilnehmer“, sagt er. „Das hat mit unserer Vorstellung von Investments allerdings nichts zu tun.“

Schlechte Zahlen rechtfertigen

Für die Fondsmanager von DJE Kapital wird der Bonus nach einem Jahr mit schlechter Wertentwicklung jedenfalls nicht automatisch gekürzt. „Entscheidend ist die langfristige Performance“, betont Stefan-David Grün, der die Luxemburger Fondsgesellschaft des Vermögensverwalters leitet. „Für ein schlechtes Zwölfmonatsergebnis müsste sich ein Portfoliomanager allerdings schon rechtfertigen.“ Die variable Vergütung hänge außerdem nicht nur an der Fondsperformance. „Unsere Portfoliomanager haben eine Doppelfunktion: Sie sind immer auch als Analyst tätig, bei-



Stefan-David Grün, DJE Kapital: „Entscheidend ist die langfristige Performance.“

den.“ Berücksichtigt werde außerdem, wie gut der Portfoliomanager mit anderen Abteilungen, etwa dem Vertrieb, kooperiere. „In Großkonzernen herrscht nicht selten ein Silodenken vor. Wir als Mittelständler möchten die Zusammenarbeit bewusst fördern.“

»Die Summe der verwalteten Vermögenswerte eines Fonds hat keinen Einfluss auf die Vergütung.«

Matthias Mohr, Capital Group

spielsweise für eine bestimmte Branche. Deshalb spielt es für den Bonus auch eine Rolle, wie sich ihre Aktienempfehlungen ausgezahlt haben, die in anderen Fonds umgesetzt wur-

Kundensicht entscheidet

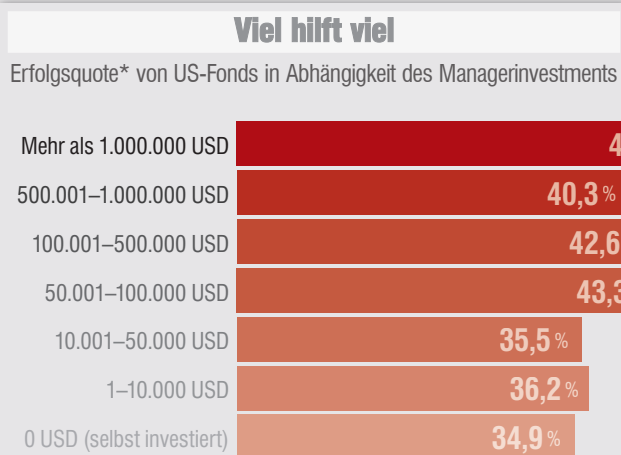
Die Incentivierung eines Fondsmanagers sollte sich an der Zeitspanne orientieren, die für den Kunden relevant ist, meint Karin Schambach, Gründerin und Geschäftsführerin von Indigo Headhunters. „Die wenigsten Investoren trennen sich von einem Fonds,

Der Koch weiß, was schmeckt

Für Anleger lohnt es sich, auf Fonds zu setzen, deren Manager selbst viel Geld in das Portfolio gesteckt haben. Zu diesem Ergebnis kommt das Analysehaus Morningstar in seiner 2015 veröffentlichten Studie „Why You Should Invest With Managers Who Eat Their Own Cooking“.

Grundlagen: In den USA müssen Manager von Publikumsfonds auf Geheiß der Wertpapieraufsicht SEC angeben, ob sie eigenes Geld in ihren Fonds investiert haben. Veröffentlicht werden muss allerdings nicht die konkrete Summe, sondern nur die Bandbreite.

Vorgehen: Russel Kinnel, Leiter des Manager-Research bei Morningstar, wertete zunächst aus, wie viel eigenes Geld die Portfoliolenker 2009 in ihre Fonds gesteckt hatten. Dann analysierte er, wie sich die entsprechenden Fonds in den fünf darauffolgenden Jahren



Hat der Portfoliomanager viel eigenes Geld in den von ihm verantworteten Fonds investiert, ist das für Anleger ein gutes Zeichen.

Quelle: Morningstar

* Anteil der Fonds, die von 2009 bis 2014 überlebt und ihre Vergleichsgruppe geschlagen haben

entwickelten. Schließlich berechnete er eine Erfolgsquote. Als erfolgreich gilt in diesem Fall jeder Fonds, der erstens nach fünf Jahren noch am Markt war und zweitens besser abgeschnitten hat als der Durchschnitt seiner Morningstarkategorie.

Ergebnis: „Es zeigt sich, dass Managerinvestments Prognosekraft haben“, meint Kinnel. Fonds, in die der Manager keinen Cent gesteckt hatte, weisen die geringste Erfolgsrate aus. Am besten schnitten dagegen die Portfolios ab, denen die Manager mehr als eine Million US-Dollar anvertraut hatten (siehe Grafik). Ihre Erfolgsquote liegt bei 47 Prozent. Das mag zunächst ernüchternd klingen, sei angesichts der Tatsache, dass im Untersuchungszeitraum etwa jeder dritte Fonds liquidiert oder verschmolzen wurde, aber „ziemlich gut“, so Kinnel.



Stuart Dunbar, Baillie Gifford: „Es gibt einen Zusammenhang zwischen Managervergütung und Performance.“

weil er dem Index auf Sicht von zwölf Monaten hinterherhinkt. Nach drei oder spätestens fünf enttäuschenden Jahren werden sie aber unruhig.“ Darum seien das aus gutem Grund auch die Zeiträume, die in der Regel für die variable Vergütung eines Portfoliomanagers den Ausschlag geben, so Schambach.

Im Blick der Analysten

Wie die Investmentprofis vergütet werden, kann auch für die Beurteilung durch Analysten eine Rolle spielen. „Die Incentivierung der Portfoliomanager ist ein wichtiges Kriterium, wenn wir in unserer qualitativen Analyse das Fondsmanagement und die Investmentgesellschaft beurteilen“, sagt Morningstar-Expertin Natalia Wolfstetter. „Wir sehen Vergütungsstrukturen positiv, die sich an der langfristigen relativen Performance eines Fonds ausrichten, idealerweise mit Schwerpunkt auf längeren Zeiträumen und der risikoadjustierten Wertentwicklung.“

Gut kommt es bei den Morningstar-Analysten zudem an, wenn die Manager selbst Geld in die von ihnen verwalteten Fonds stecken – sei es als freiwilliges Investment oder als Teil des Bonus, der in Fondsanteilen ausbezahlt wird (siehe auch Kasten vorige Seite). Lloyd-Fonds-Vorstand Schmidt sieht das ähnlich. Im Idealfall Sorge nicht allein die Vergütungsstruktur dafür, dass die Fondsmanager im Sinne ihrer Anleger langfristig denken. „Das deutlich stärkere Signal ist es, wenn der Manager auch eigenes Geld in seinen Fonds investiert, so wie das bei all unseren Fonds der Fall ist“, sagt er.

Fest steht, dass die Vergütung der Manager immer häufiger zur Sprache kommt – und das nicht nur, weil die Investoren diesen Punkt abfragen. „Seit einiger Zeit fällt uns auf, dass insbesondere größere Investmenthäuser in Analysegesprächen von sich aus darauf hinweisen, dass ihre Portfoliomanager langfristig incentiviert sind. Früher wurden solche Informationen häufig erst nach mehrmaligem Nachfragen offengelegt“, sagt Mirko Hajek, Portfoliomanager beim Kölner Vermögensverwalter RP Rheinische Portfolio Management, der mehrere Dachfonds verwaltet.

Hajek ist sich allerdings nicht sicher, ob in der Branche wirklich ein Umdenken stattgefunden hat. „Es kann gut sein, dass auch der Marketingaspekt eine Rolle spielt: Die Anbieter haben mitbekommen, dass ein Fondsselektor es zu schätzen weiß, wenn die variable Vergütung des Managers an den langfristigen



Michael Schmidt, Lloyd Fonds: „Es wäre falsch, die kurzfristige Performance völlig auszublenden.“

Investmentprozess. Wenn dieser konsequent umgesetzt wird, sollten kurzfristige Wetten ohnehin kaum möglich sein.“ Wichtiger ist ihm ein anderer Aspekt: „Wenn ein relevanter Teil der Vergütung an die mehrjährige Performance gekoppelt ist, stärkt das die Mitarbeiterbindung – und uns ist sehr daran gelegen, dass das Team hinter einem Fonds stabil ist“, sagt Hajek.

Aus Sicht der Investoren mag diese Bindung positiv sein – für den Portfoliomanager selbst kann sie dagegen eine Karrierebremse darstellen. Denn was passiert mit der an den langfristigen Erfolg gekoppelten variablen Vergütung, wenn ein Manager einen neuen Job antritt? „In einem solchen Fall übernimmt in der Regel der neue Arbeitgeber die Verpflichtung“, sagt Headhunterin Schambach. „Deshalb kann sich ein hoher Bonusanspruch auch als ‚goldener Käfig‘ entpuppen: Wenn der neue Arbeitgeber nicht bereit ist, eine solche Sonderzahlung zu leisten, muss der wechselwillige Fondsmanager in seinem alten Job verbleiben, weil er sonst seinen Bonusanspruch verlieren würde.“ BERND MIKOSCH |

»Wir sehen Vergütungsstrukturen positiv, die sich an der langfristigen relativen Performance eines Fonds ausrichten.«

Natalia Wolfstetter, Morningstar

Erfolg gekoppelt ist, also wird dieser Aspekt gern nach außen getragen.“ Der Dachfondsmanager betont außerdem, dass der Markt von echter Transparenz noch weit entfernt ist. „Vielleicht hängt der Bonus in Wirklichkeit zu 90 Prozent von der Performance über ein Jahr ab, im Analysegespräch wird aber hervorgehoben, dass auch auf die langfristige Wertentwicklung abgestellt wird.“

Mitarbeiterbindung

Hajek ist mit Blick auf die Vergütung eines Managers gar nicht so wichtig, dass diese für einen langfristigen Anlagehorizont sorgen soll. „Das ergibt sich hoffentlich schon aus dem

Alternativer Ansatz

Bei der **Bank für Kirche und Caritas** spielt die **Performance** eines Portfolios **keine Rolle**, wenn es um die variable Vergütung geht. „Vielmehr steht bei der Bemessung die **fachliche und persönliche Weiterentwicklung** der Mitarbeiter im Vordergrund“, erläutert Bernhard Matthes, Bereichsleiter BKC Asset Management. „Incentiviert werden daher individuell festgelegte Entwicklungsschritte in Bereichen wie fachliches Know-how, Motivation, Engagement oder Methoden- und Führungskompetenz.“

Diese Regelung gelte **nicht nur für die Portfoliomanager, sondern für alle Angestellten der Bank**. Bei der BKC stünden die Ziele des Kunden im Mittelpunkt. „Dies ist keine werbliche Floskel, sondern gelebte Realität“, betont Matthes. So würden auch die **Kundenberater keinen Vertriebs- oder Produktzielen** unterliegen. „Dieses Vorgehen ist Grundvoraussetzung dafür, dass Kundenberater tatsächlich die Freiheit haben, ausschließlich am Bedarf und Interesse des Kunden ausgerichtet beraten zu können.“