

Performance auf dem Prüfstand

Der Anlageerfolg ist eine wichtige Grösse in der Vermögensverwaltung. Doch eine hohe Rendite zu erzielen, ist nicht alles. Entscheidend ist auch das eingegangene Risiko, sagt Manuel Ammann.



Manuel Ammann, Jahrgang 1970, ist Professor für Finanzen an der Universität St. Gallen (HSG) und Direktor des Schweizerischen Instituts für Banken und Finanzen. Die Schwerpunkte seiner Forschung liegen auf modernen Finanzinstrumenten, finanziellem Risikomanagement und Asset Management. Er lehrte als Gastdozent unter anderem an der Haas School of Business (University of California, Berkeley) und an der Stern School of Business (New York University).

Auf den ersten Blick scheint es klar: In der Vermögensverwaltung spielt der Anlageerfolg – oder die Performance – eine zentrale Rolle, denn er bestimmt den zukünftigen Wert des heutigen Vermögens. Die Performance richtig zu messen und den Anlageerfolg professionell zu steuern, ist in der Vermögensverwaltung deshalb von entscheidender Bedeutung. Der wichtigste Bestandteil der Performance ist die Rendite, welche die relative Vermögensentwicklung in einer bestimmten Zeitperiode misst.

Interessanterweise ist die Rendite nicht für alle Anleger gleich wichtig. Zwar ist sie für viele das einzige Kriterium zur Beurteilung der Performance. Doch manchen ist die nackte Zahl der erzielten Rendite ziemlich egal, solange sie nur nicht negativ ausfällt. Wieder andere sagen, dass es letztlich bloss auf den zusätzlichen Betrag auf dem Konto am Jahresende ankomme. Stimme die Rechnung, sei es irrelevant, wie die Rendite erzielt worden ist. Hier tut Aufklärung not. Denn gerade dieses Argument greift zu kurz, weil es die Zukunft ausklammert. Ist nämlich die ansprechende Rendite des vergangenen Jahres nur deshalb so hoch, weil der Portfoliomanager waghalsige Risiken eingegangen ist und einfach Glück gehabt hat, so ist dies nicht unerheblich. Schliesslich könnte ihn das Glück im nächsten Jahr verlassen. Die Rendite genügt deshalb nicht, um die Performance eines Portfolios beurteilen zu können; man muss auch das beim Anlegen eingegangene Risiko im Auge behalten.

Zwar können Renditen fast ohne Risiken generiert werden, wenn man nur in sogenannten «risikolose» Anlagen investiert, also Anleihen von finanzkräftigen und politisch stabilen souveränen Staaten – aber nur allzu oft lässt die Inflation von diesen Renditen nicht viel übrig. Bei allen anderen Anlagen lassen sich Renditen nur generieren, wenn auch entsprechende Risiken eingegangen werden. Weil Anleger grundsätzlich eine hohe Rendite anstreben, dabei aber möglichst wenig

Performance ist der Lohn eines koordinierten und konzentrierten Teams, das mit einer klugen Strategie seine Ziele planmässig erreicht.



Renditen lassen sich nur generieren, wenn auch entsprechende Risiken eingegangen werden.

riskieren wollen, besteht das Anlageziel in einem optimalen Verhältnis von Rendite und Risiko.

Sharpe-Ratio ermittelt risikobereinigte Rendite

Ein beliebtes Performancemass ist deshalb die Sharpe-Ratio, denn sie setzt die Rendite ins Verhältnis zum Risiko. Korrekterweise wird nicht die ganze Rendite für die Berechnung benutzt, sondern nur jener Teil, der den risikolosen Zinssatz übersteigt, da Risiken nur für die Erzielung dieser Überschussrendite eingegangen werden müssen. Die Sharpe-Ratio berechnet somit, in welchem Ausmass das eingegangene Risiko mit zusätzlicher Rendite entschädigt wurde. Als Risikomass dient die Renditeschwankung (Volatilität). Wird bei einem risikolosen Zinssatz von 2% eine Rendite von 5% mit einer Volatilität von 20% erwirtschaftet, so beträgt die Sharpe-Ratio 0,15 (3% geteilt durch 20%). Für jedes Prozent Volatilität wurde man also mit 0,15% Überschussrendite entschädigt.

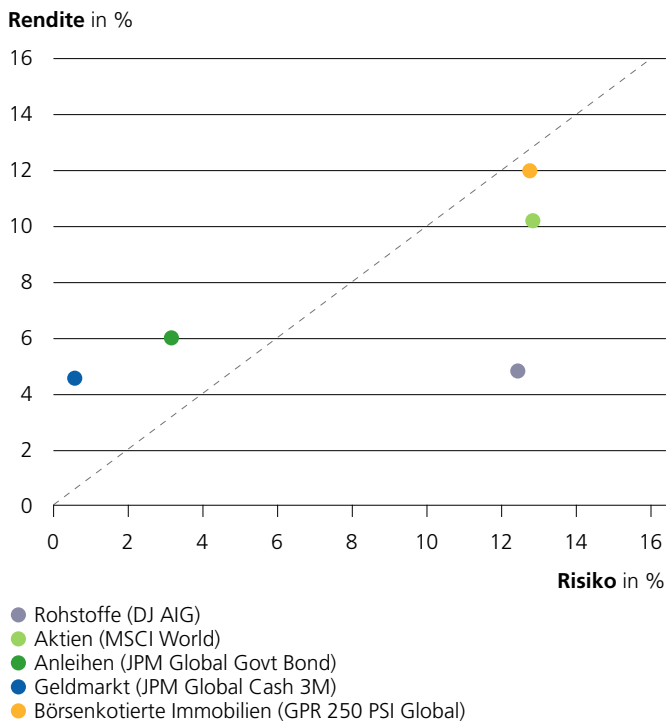
Die Sharpe-Ratio ist ein einfaches und absolutes Performance-Mass. Sie weist allerdings einige Tücken auf. So sind Sharpe-Ratio-Vergleiche zwischen unterschiedlichen, nicht diversifizierten Anlagen problematisch, denn zwei nicht diversifizierte Anlagen können zwar die gleiche Volatilität haben, aber die Risikostruktur eines Portfolios ganz unterschiedlich beeinflussen. Sharpe-Ratio-Vergleiche sind nur für diversifizierte Portfolios aussagekräftig. Deshalb gibt es Varianten der Sharpe-Ratio, die auf alternativen Risikomassen basieren. Aber die klassische Sharpe-Ratio ist in der Praxis nach wie vor am weitesten verbreitet.

Alpha misst Überschussrendite

Um den Erfolg zweier Anlagen zu vergleichen, werden relative Performance-Masse eingesetzt. Hier hat sich insbesondere das Alpha als Standard etabliert. Es misst die relative Performance an einer Vergleichsgrösse (Benchmark) unter Berücksichtigung des Risikos. Als Benchmark wird ein Index oder eine Kombination verschiedener Indizes vorgegeben. Um das Alpha einer Anlage zu berechnen, wird zuerst ihr systematisches Risiko im Vergleich zur Benchmark ermittelt. Dieses sogenannte Beta, auch Marktrisiko genannt, lässt sich durch die Portfoliobildung nicht wegdiversifizieren. Das Alpha ist nun die Differenz der Beta-adjustierten Benchmarkrendite zur tatsächlichen Überschussrendite der Anlage. Dazu ein Beispiel: Angenommen, eine Anlage hat ein Beta von 1,5, also ein um 50% höheres systematisches Risiko als die Benchmark. Bei einer Überschussrendite (Risikoprämie) der Benchmark von 4% sollte die Überschussrendite der Anlage 6% betragen, um dem zusätzlichen systematischen Risiko Rechnung zu tragen. Liegt die tatsächliche Überschussrendite bei 7%, dann resultiert ein Alpha von 1%.

Performance-Kennzahlen sind immer vergangenheitsbasierte Kennzahlen. Die entscheidende Frage für den Anleger ist, inwieweit die Resultate aus der Vergangenheit einen Einfluss auf die zukünftige Performance haben. Dies hängt davon ab, ob die erzielte Performance in erster Linie dem

Risiko zahlt sich unterschiedlich aus



Grundsätzlich lassen sich mit Anlagen nur höhere Renditen erzielen, wenn dabei auch höhere Risiken eingegangen werden. Der Blick in die Vergangenheit zeigt aber, dass mehr Risiko in den einzelnen Anlagekategorien nicht immer mit gleich viel zusätzlicher Rendite belohnt wurde. In den letzten 15 Jahren waren die Risiko-Rendite-Eigenschaften von Anlagen in Geldmärkten und Anleihen interessant: Im Vergleich zu Aktien etwa rentierten sie zwar weniger, bargen aber auch deutlich geringere Risiken. Vorsicht ist trotzdem geboten, denn Renditen in der Vergangenheit lassen nur bedingt Rückschlüsse auf die zukünftigen Gewinnchancen zu.



Wer eine ansprechende Performance erzielen will, muss sich auf seine Instrumente verlassen können.

Zufall zu verdanken war oder auf tatsächlichen Fähigkeiten beruhte. Weil der Zufall eine viel grössere Rolle spielt als beispielsweise beim Kochen – oft reicht schon ein Essen, um beurteilen zu können, ob ein Koch ein Köhner ist –, kann ein Portfoliomanager ohne besondere Fähigkeiten jahrelang Erfolg haben, weil er mit Glück eine gute Performance erzielt. Umgekehrt dauert es ebenfalls Jahre, bis ein guter Portfoliomanager anhand seines Leistungsausweises zuverlässig als solcher identifiziert werden kann. Den Zufall als Verursacher der guten Performance kann man erst ausschliessen, wenn ein statistisch signifikantes positives Alpha resultiert. Mit anderen Worten, wenn es dem Portfoliomanager gelingt, den Markt über längere Zeit regelmässig zu schlagen.

Nur die Zukunft zählt

Wie kann eine Anlagestrategie zur Erzielung eines positiven Alphas aussehen? Zum einen kann man eine Selektionsperformance erzielen, indem die Gewichte der einzelnen Anlagen im Portfolio anders als bei der Benchmark gewählt werden. Ein positives Alpha resultiert dann, wenn die Anlagen mit einer überdurchschnittlichen Performance übergewichtet waren. Andererseits kann versucht werden, das Beta des Portfolios im Zeitablauf so zu verändern, dass es während Aufwärtsphasen des Markts hoch und während Abwärtsphasen tief ist. In diesem Fall spricht man von Markttiming. Es gibt verschiedene Methoden, um zu bestimmen, welche Aktivität des Portfoliomanagers in welchem Umfang zur erzielten Rendite beigetragen hat. Generell kann man feststellen, dass die

GIPS – das Gütesiegel

Die Global Investment Presentation Standards (GIPS)* sind Richtlinien für die Berechnung der Performance und bürgen für deren offene und faire Präsentation. Zugleich sollen sie die Performance verschiedener Anbieter vergleichbar machen.

1999 von der internationalen Standesorganisation der Finanzanalysten (CFA Institute) und dem International Performance Council (IPC) eingeführt, werden die GIPS laufend den Entwicklungen der Finanzmärkte angepasst. Als erstes Land ausserhalb der USA hat die Schweiz die GIPS übernommen. Bei der Vermögensverwaltung für institutionelle Kunden haben sich diese durchgesetzt, bei Privatkunden noch nicht. UBS als Vorreiterin hat die Standards für Privatkunden in der Schweiz schon vor fünf Jahren etabliert. Seither lässt sie sich Jahr für Jahr von einer unabhängigen Firma zertifizieren.

www.gipsstandards.org

* Die Firmendefinition im Sinne der GIPS beinhaltet sämtliche durch UBS Investment Solutions Schweiz verwalteten Mandate. Eine Liste und Beschreibung aller GIPS Composites kann bei UBS AG, Investment Solutions, PPS Office, Postfach, CH-8098 Zürich, angefordert werden.

Portfoliokonstruktion, also die Allokation bezüglich Ländern, Sektoren, Währungen und Anlagestilen, meist einen bedeutend grösseren Einfluss auf die Performance ausübt als Finessen in der Titelauswahl.

Systematisch ein positives Alpha zu erzeugen, gelingt in entwickelten Märkten nur wenigen Anlegern, da diese Märkte recht effizient sind und Fehlbewertungen, die leicht auszunutzen wären, selten vorkommen. Ein erfolgreiches aktives Portfoliomanagement kommt deshalb nicht ohne aufwendige Markt- und Firmenanalysen aus. Die dadurch verursachten Kosten können aber die erzeugte Performance oft aufzehren. So zeigt sich, dass nach Berücksichtigung der Kosten nur wenige aktiv verwaltete Anlagefonds ein positives Alpha erwirtschaften. Dies wäre für den Anleger kein Problem, wenn die wenigen Erfolgreichen treffsicher identifiziert werden könnten. Dies erweist sich in der Praxis aber als schwierig. Der Hauptgrund liegt darin, dass sich aus der vergangenen Performance eines Fonds selten zuverlässig auf dessen zukünftige Entwicklung schliessen lässt.

«Free Lunch» dank Diversifikation

Im Gegensatz zum aktiven Portfoliomanagement wird beim passiven Anlegen erst gar nicht versucht, die Benchmark zu schlagen. Man gibt sich stattdessen damit zufrieden, sie nachzubilden. Aufgrund der tieferen Kosten weisen passiv verwal-

Performance richtig vergleichen

Ein Blick auf die Rendite und es ist klar, welche Anlage besser abgeschnitten hat – aber nur, wenn man nicht «Äpfel» mit «Birnen» vergleicht. Um einen Performance-Vergleich zu erstellen, sollten Anleger vier Punkte beachten:

Anlageklasse. Jede Anlageklasse – Aktien, Anleihen, Hedge Funds, Immobilien oder Rohstoffe – verhält sich je nach Marktsituation anders. Aussagekräftig sind nur Vergleiche innerhalb einer Anlageklasse respektive solche von Portfolios, deren Vermögensaufteilung ähnlich ist.

Risiko. Wer Renditen vergleicht, muss das Risiko einbeziehen. Eine praktische Formel hierzu ist die Sharpe-Ratio, welche die Rendite ins Verhältnis zum Risiko setzt. Je höher die Kennzahl, desto besser.

Zeitraum. Der Wert einer Anlage oder eines Portfolios ändert sich ständig. Ein Performance-Vergleich ist nur sinnvoll, wenn er sich auf den gleichen Zeitraum bezieht.

Kosten. Was dem Anleger bleibt, ist die Rendite nach Abzug aller Kosten. Deshalb ist sicherzustellen, dass nur Nettorenditen verglichen werden. Selbst wer alle diese Punkte berücksichtigt, darf eines nicht vergessen: Die vergangene Performance einer Anlage ist keine Garantie für deren Entwicklung in der Zukunft.

Performance-Kennzahlen gründen auf der Vergangenheit. Für den Anleger entscheidend ist, welchen Einfluss diese auf die zukünftige Performance haben.

tete Portfolios eine bessere langfristige Performance auf als die Mehrheit der aktiv verwalteten Portfolios. Für die meisten Anleger ist es deshalb empfehlenswert, ihre Kernanlagen nach Möglichkeit in breit diversifizierte Indexfonds zu investieren und nur einen kleineren Teil des Portfolios, die sogenannten Satelliten, aktiv zu bewirtschaften.

Da es so schwierig ist, zur richtigen Zeit die richtigen Anlagen auszuwählen, ist es umso entscheidender, die Anlagen sinnvoll zu diversifizieren. Oft wird die Diversifikation als der einzige «Free Lunch» auf den Finanzmärkten bezeichnet, weil sich damit ohne Renditeeinbusse die Risiken reduzieren lassen.

Eine effektive Diversifikation ist in verschiedener Hinsicht möglich. Die erste betrifft die Aufteilung des Portfolios auf verschiedene Anlageklassen. Bei den Kernanlagen stehen dabei die klassischen Anlagekategorien Anleihen, Aktien und Immobilien im Vordergrund. Als Satelliten kommen Rohstoffe, Hedge Funds, Private Equity in Frage. Je nach Anlageklasse und Höhe des Vermögens wird die Diversifikation innerhalb einer Klasse mit einem Portfolio von Direktanlagen oder mit indirekten Anlagen, zum Beispiel Fonds, umgesetzt.

Eine Frage des Masses

Andere Dimensionen der Diversifikation betreffen die Streuung der Anlagen auf verschiedene Marktregionen, Branchen und Währungen. Bei der Investition in die unterschiedlichen Anlageklassen ist darauf zu achten, dass sie auch diesbezüglich ausreichend diversifiziert sind. Wichtig ist zudem, dass die gesamte Einkommens- und Vermögenssituation betrachtet wird, also nicht nur das frei verfügbare Finanzvermögen. Das Finanzvermögen sollte allfällige Klumpenrisiken aus dem nicht frei verfügbaren Vermögen, etwa Eigenheimbesitz oder Unternehmensbeteiligungen, möglichst gut ausgleichen.

Weil ein breit diversifiziertes Portfolio wegen der zahlreichen, kleinen Positionen in der Regel teurer zu verwalten ist als ein wenig diversifiziertes, gilt es in der Praxis, das Optimum zwischen grösstmöglicher Diversifikation und kostengünstiger Verwaltung zu finden. Indirekte Anlagen bieten hier für viele Anleger ein geeignetes Mittel, um eine ausreichende Diversifikation sicherzustellen. Allerdings sollten dabei die Kosten mitberücksichtigt werden, damit der positive Effekt der Diversifikation auf das Risiko-Rendite-Verhältnis erhalten bleibt. /