

Der Nutzen von Standards für Performance-Presentation

Working Paper - Nummer: 5

1999

von: Dr. Stefan J. Illmer; in: Finanz und Wirtschaft;

1999; 3. März;

Seite 11 der Beilage „Micropal Awards“



Kontaktadresse

Illmer Investment Performance Consulting AG

Weinbergstrasse 28

CH – 8200 Schaffhausen

Email stefan.illmer@iipc-ag.com

Der Nutzen von Standards für Performance-Presentation

Version vom 30.07.1999

Erstellt durch: Dr. Stefan J. Illmer

In den letzten Jahren hat sich das Vermögensverwaltungsgeschäft in der Schweiz erheblich gewandelt: Neben liberaleren Anlagevorschriften und einem gestiegenen Angebot an Finanzinstrumenten erhöhte sich insbesondere die Anzahl der in- und ausländischen Konkurrenten. Die Kundschaft sieht sich heute vermehrt mit der Qual der Wahl des Vermögensverwalters konfrontiert.

Die Leistungs- bzw. Qualitätsbeurteilung eines Vermögensverwalters ist keine einfache Aufgabe. Die historische Performance ist hierbei eines der entscheidendsten Beurteilungskriterien, wobei zusätzlich viele andere Kriterien, wie z.B. das Risikoprofil, der Anlageentscheidungsprozess, die Administrations- und Verwaltungsgebühren sowie die Transaktionskosten herangezogen werden.

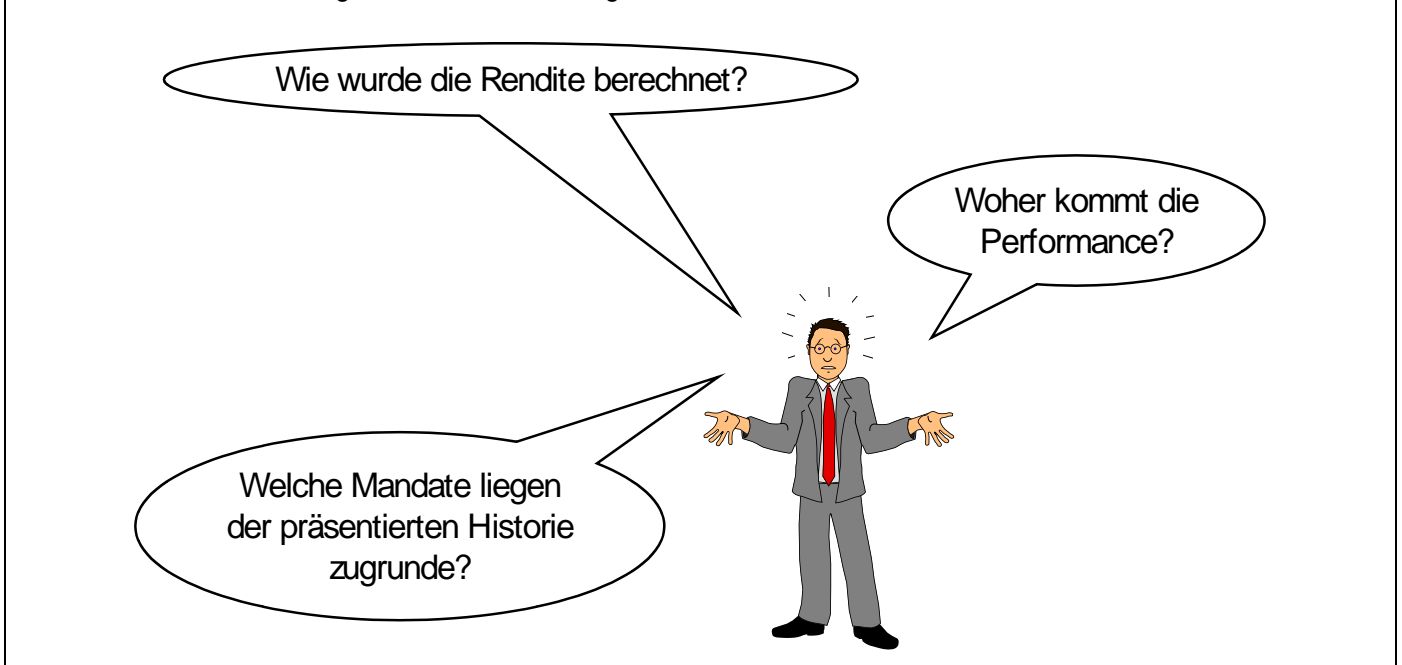
Der vorliegende Artikel erläutert nicht den Prozess der Leistungsbeurteilung, sondern beschränkt sich auf die damit verbundene Problematik des Performance-Vergleiches verschiedener Vermögensverwalter.

Die Problematik des Performance-Vergleiches¹ ist auf den ersten Blick nicht offensichtlich und ist darauf zurückzuführen, dass Performance-Präsentationen in der Regel die Qualität eines Vermögensverwalters nicht widerspiegeln und somit einen Vergleich zwischen Vermögensverwaltern nicht oder nur schwer ermöglichen. Der Grund hierfür liegt vor allem in der mangelnden Offenlegung von seiten der Vermögensverwalter sowie in der fehlenden Vergleichbarkeit bzw. Standardisierung von Performance-Präsentationen.

Mangelnde Offenlegung

Die mangelnde Offenlegung im Rahmen von Performance-Präsentationen äussert sich insbesondere darin, dass mittels dieser Präsentationen eine Leistungs- bzw. Qualitätsbeurteilung nur schwer möglich ist und der Kunde in der Regel zum besseren Verständnis *vermeidbare* Fragen stellen muss.

Grafik 1: Vermeidbare Fragen bei der Betrachtung von Performance-Präsentationen



Die Aussagekraft der Performance-Historie ist vor allem davon abhängig, welches die zugrundeliegenden Mandate sind, wobei dies z.B. alle momentan oder alle je verwalteten Mandate, ein einzelnes repräsentatives Mandat oder sogar ein Modellportfolio sein könnten. Weiter ist es entscheidend, ob die präsentierten Performance-Zahlen überhaupt vom betrachteten Vermögensverwalter (im Sinne einer Firma) und nicht von einer übernommenen Firma oder von einem einzelnen Portfolio Manager (unabhängig von seiner Zugehörigkeit zu einer bestimmten Firma) erwirtschaftet wurden. Ausserdem ist es sehr wichtig zu wissen, ob es sich bei den ausgewiesenen Performance-Zahlen um Netto- oder Bruttorenditen handelt und insbesondere auf welche Art diese berechnet wurden.²

Ohne klare und eindeutige Antworten auf obige Fragestellungen ist die Leistungsbeurteilung eines Vermögensverwalters nicht möglich. Leider sind diese Antworten in der Regel nicht ohne weiteres aus den Performance-Präsentationen ersichtlich. Der mit der Informationssammlung verbundene Aufwand könnte mittels einer Standardisierung der Performance-Präsentationen vermieden oder zumindest erheblich reduziert werden. Diese Standardisierung ist eine wesentliche Voraussetzung für die Vergleichbarkeit von Performance-Präsentationen.

Zu welchen Fehlinterpretationen eine Performance-Präsentation führen kann, verdeutlicht z.B. das sogenannte Cherry Picking, mit welchem die gezielte Verbesserung des Leistungsausweises bezeichnet wird. Das Cherry Picking in bezug auf die Auswahl der einer Performance-Historie - dem sogenannten Track Record - zugrundeliegenden Mandate wird an einem kleinen vereinfachten Beispiel im separaten Kasten (Cherry Picking – I –) verdeutlicht.

Cherry Picking – I –

In den Jahren 1995 bis 1997 wurden von einem Vermögensverwalter zwei vergleichbare Mandate (A + B) verwaltet, wobei das Mandat B per Ende 1996 gekündigt worden ist. Die Performance-Zahlen für die einzelnen Kalenderjahre sind die Folgenden:

Mandat	1995	1996	1997
A	6.0%	6.0%	6.0%
B	4.0%	4.0%	-

Um einen möglichst *guten* Track Record für die Periode 1995 bis 1997 auszuweisen, entscheidet sich der Vermögensverwalter, nur die Mandate auszuwählen, welche über die gesamte Periode verwaltet wurden, d.h. das per Ende 1996 gekündigte Mandat B wird nicht berücksichtigt. Es resultiert der folgende Track Record:

<i>guter</i> Track Record	1995	1996	1997
	6.0%	6.0%	6.0%

Dieses Auswahlverfahren, welches sich auch als „Überleben des Besten“ oder „Löschung des Schlechtesten“ kennzeichnen lässt, widerspiegelt nicht die Leistung bzw. die Qualität des Vermögensverwalters. Ein *fairer* Track Record würde alle, z.B. mit dem Mandatsvermögen gewichteten Performance-Zahlen berücksichtigen.

Werden die Vermögenswerte der beiden Mandate jeweils per Jahresanfang

Mandat	1995	1996	1997
A	100.0 CHF	106.0 CHF	112.4 CHF
B	50.0 CHF	52.0 CHF	-

herangezogen, so resultiert der folgende Track Record:

<i>fairer</i> Track Record	1995	1996	1997
	5.3%	5.3%	6.0%

Fehlende Vergleichbarkeit

Die fehlende Vergleichbarkeit von Performance-Präsentationen ist eine Folge der mangelnden Offenlegung und vor allem der fehlenden Standardisierung. Selbst wenn alle notwendigen Informationen zur Beantwortung der *vermeidbaren* Fragen offengelegt werden und eine Leistungsbeurteilung des einzelnen Vermögensverwalters möglich ist, stellt sich immer noch die Frage, ob die präsentierten Zahlen und Informationen einen Vergleich mit einem anderen Vermögensverwalter ermöglichen.

Werden die Performance-Präsentationen von zwei Vermögensverwaltern für identische Produkte betrachtet, so sollte vor einer Beurteilung geklärt werden, ob diese Präsentationen überhaupt miteinander vergleichbar sind oder ob „Äpfel mit Birnen“ verglichen werden. Ein Vergleich ist - selbst im Falle von identischen Produkten - erst möglich, wenn unter anderem die Berechnungsmethode der Performance-Zahlen, die Auswahlkriterien der zugrundeliegenden Mandate und die Betrachtungsperioden identisch sind.

Sind obige Voraussetzungen nicht erfüllt, so ist ein Performance-Vergleich und somit die Leistungsbeurteilung von Vermögensverwaltern - wenn überhaupt - nur sehr schwer möglich. Dies ist sicherlich nicht im Sinne der Kundschaft. Eine Standardisierung der Performance-Präsentationen könnte deren Vergleichbarkeit deutlich erhöhen und somit eine Leistungsbeurteilung von Vermögensverwaltern erleichtern.

Zu welchen Fehlinterpretationen die fehlende Vergleichbarkeit von Performance-Präsentationen führen kann, verdeutlicht wiederum das oben erwähnte Cherry Picking. Die Auswirkungen des Cherry Picking in bezug auf die Auswahl der Betrachtungsperiode wird an einem kleinen vereinfachten Beispiel im separaten Kasten (Cherry Picking – II –) verdeutlicht.

Cherry Picking – II –

Es werden zwei Vermögensverwalter betrachtet, welche für ein vergleichbares Produkt jeweils ein Mandat verwalten. Vermögensverwalter 1 verwaltet das Mandat A seit 3 Jahren und erwirtschaftete eine durchschnittliche annualisierte Rendite von 5.0%. Im Gegensatz hierzu verwaltet der Vermögensverwalter 2 das Mandat B seit 5 Jahren und erwirtschaftete eine durchschnittliche annualisierte Rendite von 6.0%.

Die Betrachtung der durchschnittlich annualisierten Renditen würde zu dem falschen Schluss führen, wenn folgende Kalenderjahr-Renditen zugrundegelegt werden:

Mandat	1993	1994	1995	1996	1997
A	-	-	-5.0%	12.0%	8.8%
B	15.0%	11.7%	-9.0%	8.0%	6.0%

Werden die Kalenderjahr-Renditen der letzten 3 Jahre betrachtet, so erwirtschaftete der Vermögensverwalter 2 mit dem Mandat B eine durchschnittliche annualisierte Rendite von 1.4%.

Standards für Performance-Präsentationen

Die Problematik des Performance-Vergleiches liegt dem Bedürfnis nach Standards für Performance-Präsentationen zugrunde, welche dazu dienen sollen, eine Leistungsbeurteilung zu ermöglichen bzw. diese zu vereinfachen. In den letzten Jahren haben sich solche Standards weltweit etabliert und finden in der Schweiz ihren Ausdruck in den, von der Schweizerischen Bankiervereinigung veröffentlichten Swiss Performance Presentation Standards (SPPS).³

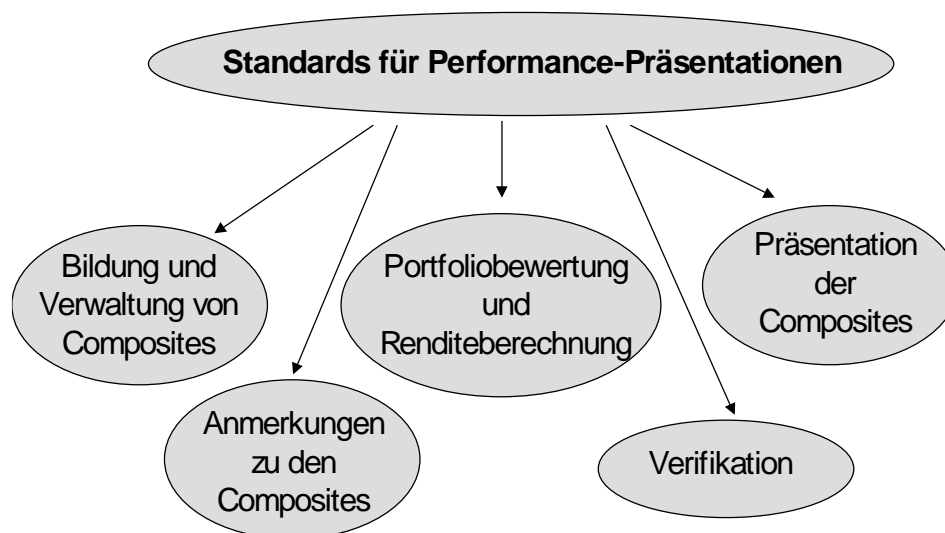
Standards für Performance-Präsentationen (im Folgenden PPS) sind ethische Grundsätze für die Vermögensverwaltung und verfolgen insbesondere die folgenden Ziele:

- Verbesserung der Transparenz, des Verständnisses und der Nachvollziehbarkeit von Performance-Präsentationen.
- Erhöhung der Einheitlichkeit und damit der Vergleichbarkeit von Performance-Präsentationen.
- Bessere Beurteilung der Leistung bzw. der Qualität von Vermögensverwaltern.

Die gegenwärtigen PPS sind vor allem Richtlinien für die Präsentation von Performance-Zahlen und nur im geringen Masse Richtlinien für die Performance-Berechnung. Wie in der Grafik 2 dargestellt, gliedern sich die PPS

in der Regel in fünf Bereiche. Neben den Richtlinien zur Portfoliobewertung und Renditeberechnung stehen vor allem die Richtlinien zu den sogenannten Composites (Zusammenfassung vergleichbarer Vermögensverwaltungsmandate zu einem grossen Sammelmandat) im Vordergrund. Die PPS behandeln ausführlich die Bildung und Verwaltung sowie die Präsentation der Composites und regeln darüber hinaus die im Rahmen der Präsentation vorzunehmenden Anmerkungen. Neben diesen Richtlinien gehen die PPS auch auf die sogenannte Verifikation ein. Die Verifikation ist eine durch eine unabhängige Kontrollstelle vorgenommene Überprüfung des Sachverhalts der Übereinstimmung mit den PPS.⁴

Grafik 2: Struktur von Standards für Performance-Präsentationen



Die Umsetzung der PPS durch die Vermögensverwalter und vor allem die Präsentation der Performance-Zahlen in Übereinstimmung mit diesen Standards sind eine wesentliche Voraussetzung für eine aussagekräftige Leistungs- bzw. Qualitätsbeurteilung. Hierin liegt der Nutzen der Standards für Performance-Präsentationen, vor allem für die Kundschaft der Vermögensverwalter.

Ein Vermögensverwalter, der die Performance-Zahlen in Übereinstimmung mit den PPS präsentiert, erfüllt die momentan höchsten weltweit anerkannten Normen in diesem Bereich und folgt somit dem Trend nach mehr Transparenz im Vermögensverwaltungsgeschäft. Die Kundschaft sollte diesen Trend durch die Nachfrage nach Performance-Präsentationen, welche in Übereinstimmung mit den PPS sind, verstärken und somit den PPS und in der Schweiz den Swiss Performance Presentation Standards zu weiterer Verbreitung verhelfen.

Endnotes

¹ Performance wird im Folgenden als risikoadjustierte Rendite definiert.

- 2 Ein Beispiel für die unterschiedliche Berechnung von Bruttorenditen ist die Behandlung von sogenannten All-in-Fees. Wird die All-in-Fee bei der Performance-Berechnung erfolgsmindernd berücksichtigt, so muss diese bei der Bestimmung der Bruttorenditen als externer Mittelabfluss, d.h. erfolgsneutral behandelt werden. In der Schweiz gibt es momentan unterschiedliche Auffassungen über die Art und Weise, ob und wie die All-in-Fees neutralisiert werden sollten, wobei das Spektrum von 0% bis 100% reicht. Abhängig von der Wahl des Verfahrens können die Bruttorenditen erheblich voneinander abweichen, obwohl die Nettorenditen eventuell identisch sind.
- 3 Für weitere Informationen zu den SPPS, wenden Sie sich bitte an das Sekretariat SPPS der Schweizerischen Bankiervereinigung, Herrn Dr. M. Maurer, Tel. 061/2959393 oder Email: spps@sba.ch.
- 4 Für eine ausführliche Darstellung von PPS siehe z.B. die von der Schweizerischen Bankiervereinigung herausgegebene Broschüre „Swiss Performance Presentation Standards – Empfehlungen für eine einheitliche und moderne Performance-Berichterstattung 1996“, das von der Association for Investment Management and Research herausgegebene „AIMR Performance Presentation Standards Handbook 1997“, 2. Auflage, oder unter „www.swissbanking.org“ bzw. „www.aimr.org“.