

Status Quo und Vision der Performanceanalyse

Working Paper - Nummer: 7

2001

von Dr. Stefan J. Illmer;

in: Denaris;

2001; Nummer 1;

Seite 23 – 27.



Kontaktadresse
Illmer Investment Performance Consulting AG
Weinbergstrasse 28
CH – 8200 Schaffhausen
Email stefan.illmer@iipc-ag.com

Status Quo und Vision der Performanceanalyse

Version vom 01.12.2000

Erstellt durch: Dr. Stefan J. Illmer

Die Kundschaft wünscht immer ausführlichere Informationen über das Vermögensverwaltungsmandat, was auch eine Erklärung der erwirtschafteten und der erwarteten Performance, die sogenannte Performanceanalyse, beinhaltet. Dieser Artikel befasst sich mit der Performanceanalyse und möchte auf die in diesem Zusammenhang bestehende Erwartungslücke hinweisen. Diese ist darauf zurückzuführen, dass momentan die technischen Möglichkeiten es nur teilweise erlauben, die Anforderungen an eine aussagekräftige Performanceanalyse zu erfüllen.

Im verschärften Wettbewerb stellt die in der Vergangenheit erwirtschaftete Rendite für die professionelle Kundschaft vermehrt das entscheidende Kriterium bei einer Mandatsvergabe dar. Die mit einer Vermögensverwaltung verbundenen Dienstleistungen, wie z.B. das Kundenreporting, treten als entscheidendes Vergabekriterium eher in den Hintergrund. Was jedoch nicht bedeutet, dass die Anforderungen an die angebotenen Dienstleistungen abgenommen haben; im Gegenteil sind diese – insbesondere aufgrund des zunehmenden Einflusses von Consultants – erheblich gestiegen. Der Wunsch der Kunden nach umfassenderen Informationen ist ein Ausdruck davon.

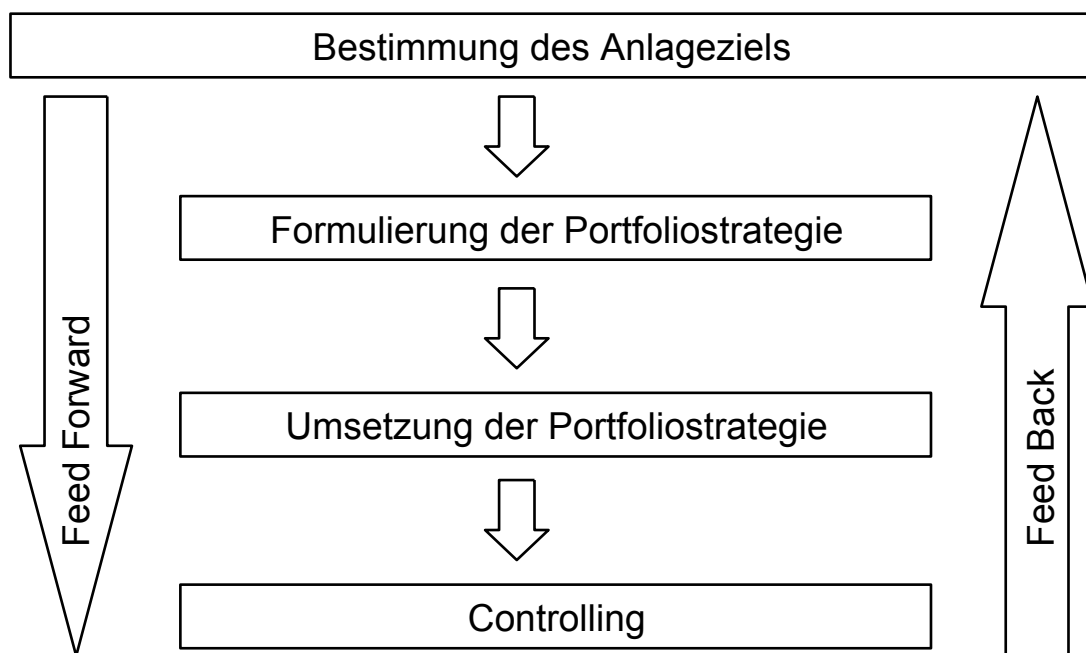


Abbildung 1: Controlling als Bestandteil des Anlageentscheidungsprozesses

Performanceanalyse und Performance-Überwachungsprozess

Die Performanceanalyse ist ein Tätigkeitsbereich, welcher dem Controlling innerhalb der Vermögensverwaltung zugeordnet wird, wobei das Controlling wiederum ein wesentlicher Bestandteil des sich wiederholenden Anlageentscheidungsprozesses ist.¹ Der in Abbildung 1 schematisch dargestellte Anlageentscheidungsprozess kann in der Realität sehr komplex sein, was auf die grosse Anzahl möglicher Anlageinstrumente, auf die vielen involvierten Entscheidungsträger, wie z.B. das Research Team, das Asset Allocation Team oder die Spezialisten im Bereich der verschiedenen Anlagekategorien (Obligationen, Aktien und Währungen) und auf die grosse Anzahl von nicht immer transparenten Entscheidungsstufen zurückzuführen ist.

Diese Komplexität bewirkt, dass die Ergebnisse des Anlageentscheidungsprozesses sowie deren Bestimmungsfaktoren nicht immer offensichtlich sind. In diesem Zusammenhang hat die Performanceanalyse die Aufgabe, die Beiträge der einzelnen Entscheidungen im Anlageentscheidungsprozess hinsichtlich der Rendite und des Risikos transparent und somit nachvollziehbar zu machen sowie den jeweiligen Entscheidungsträgern zuzuordnen. Die Ergebnisse dieser Analyse sind wiederum eine wesentliche Grundlage für den Performance-Überwachungsprozess.

Im Rahmen des in Abbildung 2 dargestellten Performance-Überwachungsprozesses ist die Performanceanalyse im organisatorischen Ablauf der Performance-Messung, der Performance-Verwaltung und dem Performance Reporting nachgelagert und der Performance Watch List, der Portfolio Analytics und dem Performance Review vorgelagert. Die ersten vier Schritte sind quantitativ ausgerichtet und dienen der Berechnung, der Verwaltung, der Visualisierung und der Analyse der Performancezahlen. Die letzten drei Schritte sind weniger produktionsorientiert und liefern eher qualitative Aussagen über das Zustandekommen der Performancezahlen.

Die Performance Watch List ermittelt problematische Vermögensverwaltungsmandate, welche darauf folgend im Rahmen der Portfolio Analytics hinsichtlich der identifizierten Problembereiche analysiert und im Performance Review eingehend besprochen werden. Die Erarbeitung von Verbesserungsvorschlägen bzw. das Aufzeigen von möglichen Konsequenzen für die Vermögensverwaltung ist hierbei das primäre Ziel der in den Schritten 5 bis 7 durchgeführten, qualitativ orientierten Analysen. Der Performance-Überwachungsprozess dient der Versachlichung der Performance-Diskussionen innerhalb einer Vermögensverwaltung und schafft durch die erhöhte Transparenz und Nachvollziehbarkeit eine Basis für weiter gehende Analysen, aber auch für strukturelle Änderungen in der Vermögensverwaltung.

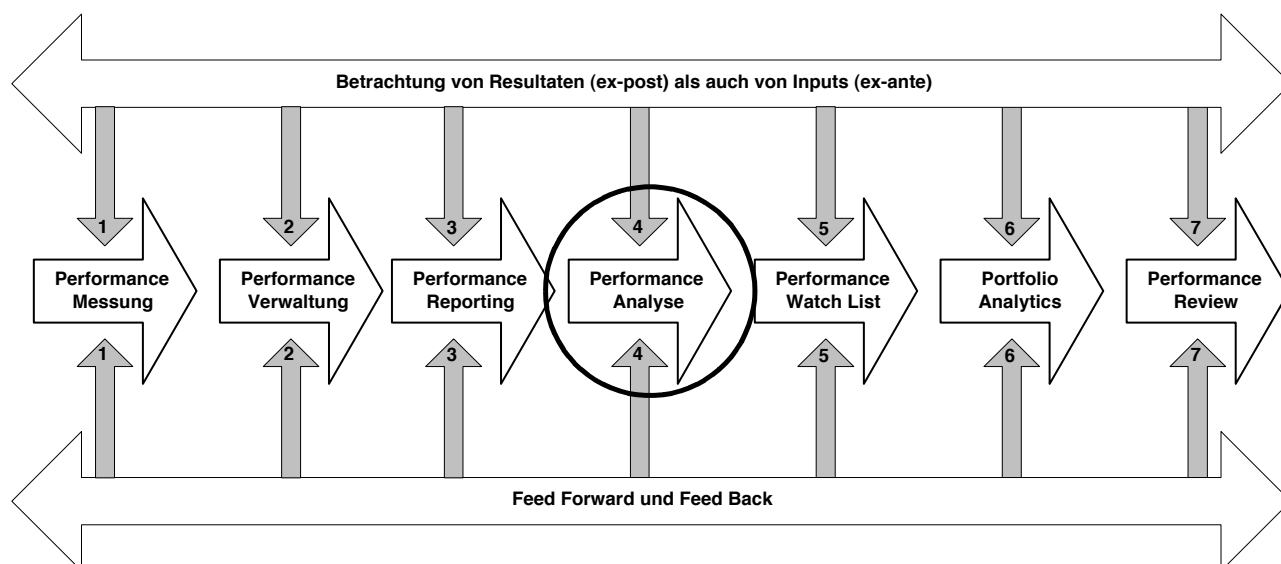


Abbildung 2: Der Performance-Überwachungsprozess

Definition der Performanceanalyse

Die Performanceanalyse als zentraler Bestandteil des Performance-Überwachungsprozesses wird im Folgenden als Prozess definiert, welcher die Rendite- und Risikobeiträge der einzelnen Entscheidungsschritte innerhalb eines Anlageentscheidungsprozesses ermittelt. Die Performanceanalyse ist hierbei nicht nur vergangenheits-, sondern auch zukunftsbezogen und bestimmt, welche Rendite- und Risikobeiträge auf welche Entscheidungen (hinsichtlich Anlagekategorie und Instrumente) und auf welchen Entscheidungsträger zurückzuführen sind.

Abbildung 3 veranschaulicht die verschiedenen Analyseebenen der Performanceanalyse sowie mögliche Zuordnungskriterien von Rendite- und Risikobeiträgen. Wie daraus ersichtlich ist, lässt sich eine Performanceanalyse auf vielfältige Art durchführen. Rendite- und Risikobeiträge können zum einen absolut, d.h. für ein Vermögensverwaltungsmandat oder für eine Benchmark isoliert, oder relativ, d.h. für ein Vermögensverwaltungsmandat im Vergleich zu einer Benchmark, und zum anderen in die Vergangenheit (ex post) oder in die Zukunft (ex ante) gerichtet berechnet werden.² Zusammenfassend kann die Performanceanalyse als die Zerlegung der historischen oder der erwarteten absoluten bzw. relativen Rendite und/oder des historischen und des erwarteten absoluten bzw. relativen Risikos definiert werden.³

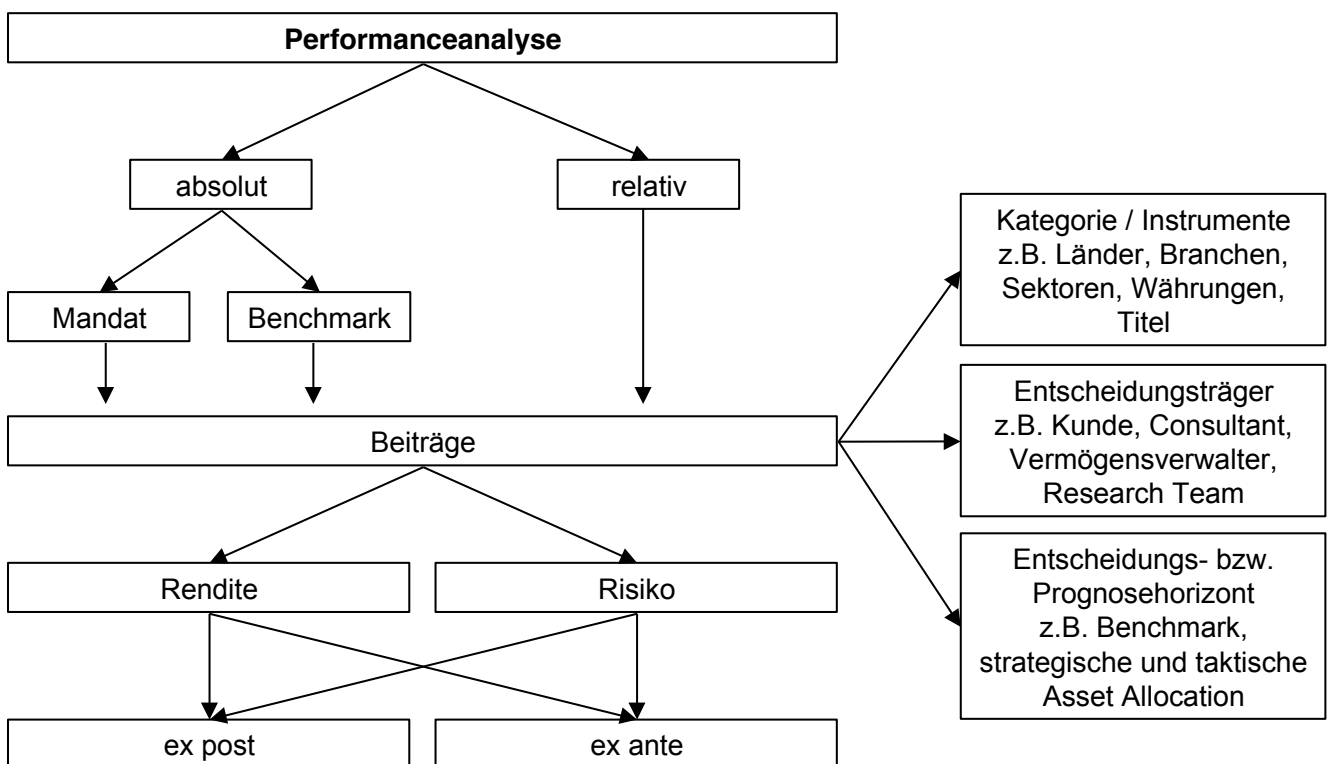


Abbildung 3: Analyseebenen und Zuordnungskriterien einer Performanceanalyse

Status Quo der Performanceanalyse

Abbildung 4 grenzt die Performanceanalyse von der Performancemessung ab und veranschaulicht die jeweiligen Entwicklungsstufen. Die Performanceanalyse ist eine logische Weiterentwicklung der portfoliobezogenen

Performancemessung, welche die absoluten und relativen Rendite- und Risikokennzahlen nicht auf Mandats- bzw. Portfolioebene berechnet, sondern diese in ihre Bestandteile zerlegt. Die Performanceanalyse ist hinsichtlich ihres Entwicklungsstandes weit fortgeschritten. In den Anfängen wurden – einem Top-Down-Ansatz folgend – zuerst die Rendite- und Risikobeiträge auf aggregierter Stufe betrachtet und besonders in der jüngeren Vergangenheit detailliertere und tiefergehende Analysen entwickelt. Zunehmend ist es möglich, die Performanceanalysen auf Titelebene, auf täglicher Basis und in die Zukunft gerichtet durchzuführen.

Parallel zu dieser Entwicklung hat sich der Fokus der Performanceanalyse von der reinen Renditebetrachtung auf die Risikoanalyse bzw. auf die risikoadjustierte Renditeanalyse verschoben. Abhängig von der betrachteten Anlagekategorie und der eingesetzten Anlageinstrumente bedürfen die Risikoanalyse und die risikoadjustierte Renditeanalyse jedoch noch erheblicher Weiterentwicklung. Zukünftig werden sich alle Bedürfnisse hinsichtlich der Erklärung von Renditen und Risiken erfüllen lassen. Hierbei wird es keine Rolle spielen, ob historische oder erwartete Zahlen, ob ein fixer oder ein frei gewählter Zeithorizont, oder ob spezielle Anlageinstrumente betrachtet werden. Eine Zerlegung der Rendite und des Risikos bis auf Titelebene und auf täglicher Basis wird zukünftig zum Standard im Vermögensverwaltungsgeschäft gehören.

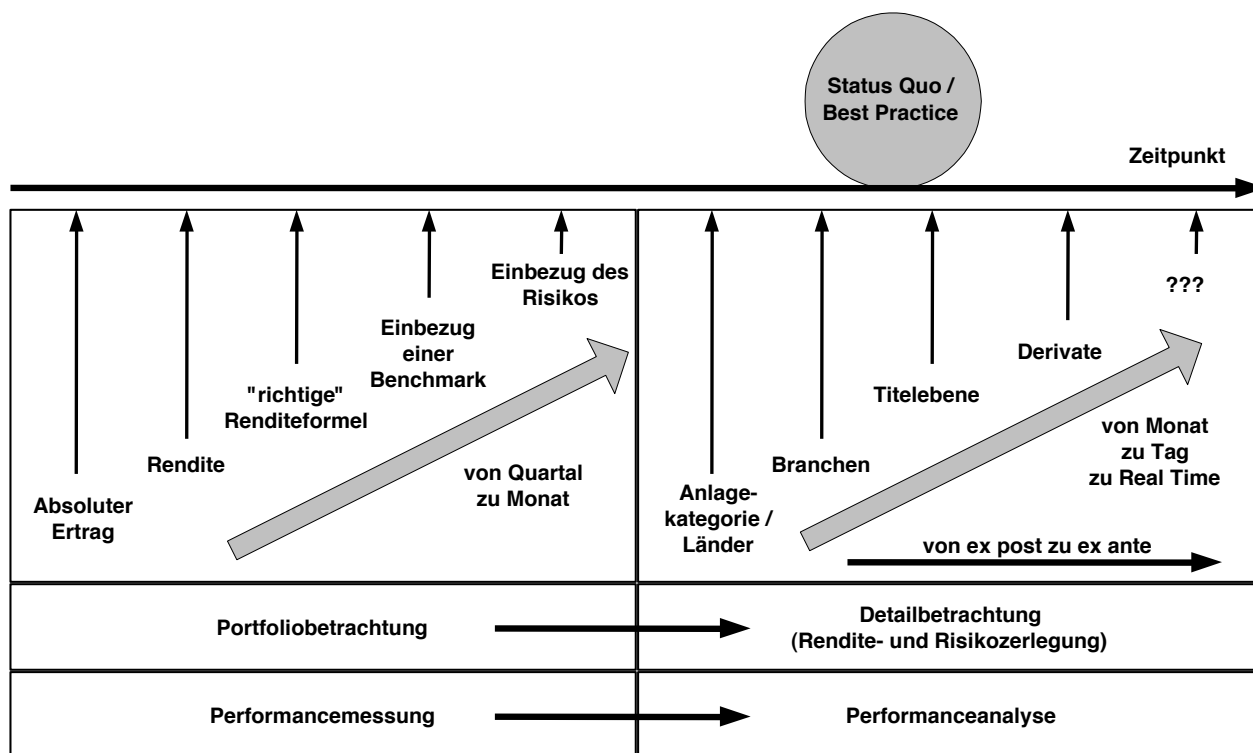


Abbildung 4: Status Quo der Performanceanalyse

Erwartungen an die Performanceanalyse

Die Erwartungen an eine Performanceanalyse sind sehr gross und vielfältig, wobei häufig der Eindruck vorherrscht, dass alle denkbaren Analysen gegenwärtig schon möglich sind, und die Implementierung von entsprechender Software sowie die organisatorische Einbindung relativ einfach sind. Diese Erwartungshaltung impliziert jedoch, dass insbesondere alle Anforderungen hinsichtlich Technologie, Funktionalität und Datenverfügbarkeit schon heute erfüllt sind.

Die technischen Anforderungen umfassen die systemtechnischen Voraussetzungen, wie z.B. die Anbindung an die Wertschriftenstammdatenbank und -buchhaltung sowie an die, die Ergebnisse weiterverarbeitenden Systeme, wie z.B. das Kundenreporting und das Controlling. Aufgrund der erheblichen zu verarbeitenden Datenmengen werden sehr hohe Anforderungen an die Leistungsfähigkeit der Datenbanken und der Berechnungsapplikationen gestellt. Die funktionalen Anforderungen beinhalten allgemein, dass alle nur denkbaren Analysen möglich sind, und es keine Beschränkungen gibt. Hierbei ist zu erwähnen, dass die Güte einer Performanceanalyse vor allem davon abhängig ist, wie weit diese die Anlageentscheidungsprozesse der verschiedenen Mandatsarten widerspiegeln kann. Ausserdem ist zu betonen, dass im Rahmen einer Performanceanalyse alle eingesetzten Anlageinstrumente analysierbar sein müssen. Die Anforderungen an die Datenverfügbarkeit sind deshalb sehr vielfältig. Es müssen alle benötigten Daten vorhanden und systemmässig verfügbar sein, wobei dies nicht nur die eingesetzten Wertschriften, sondern auch die in den benötigten Benchmarks enthaltenen Wertschriften umfasst. Abhängig vom Detaillierungsgrad der Performanceanalyse werden von den einzelnen Wertschriften viele, sehr weitgehende Charakteristiken benötigt. Ausserdem sei erwähnt, dass die Analysen nur für beliebige Zeitperioden durchgeführt werden können, wenn auch die benötigten Daten für die entsprechenden Perioden verfügbar sind.

Erwartungslücke bei der Performanceanalyse

Werden die sehr weit gehenden Anforderungen an eine Performanceanalyse mit den gegenwärtigen technischen Möglichkeiten verglichen, so wird deutlich, dass es in den meisten Fällen einen erheblichen Unterschied zwischen den momentanen Möglichkeiten und den Erwartungen an eine Performanceanalyse gibt. Abbildung 5 veranschaulicht diese sogenannte Erwartungslücke und macht deutlich, dass es noch eine gewisse Zeit braucht, bis die Erwartungslücke vollständig geschlossen ist, bzw. alle Erwartungen an eine Performanceanalyse erfüllt sind.

In diesem Zusammenhang wird besonders auf die Problematik der Datenverfügbarkeit hingewiesen, die in der Regel sehr stark unterschätzt wird. Indexinformationen auf Titelebene und auf täglicher Basis sind vor allem für die nur von einzelnen Ländern bevorzugten Indizes meistens nicht ohne weiteres verfügbar. Ähnlich verhält es sich bei den sehr häufig eingesetzten indirekten Anlageformen (z.B. Anlagefonds aber auch Futures), bei denen die Zusammensetzung bis auf Titelebene für eine aussagekräftige Performanceanalyse von grosser Bedeutung sein kann. Wird ausserdem berücksichtigt, dass häufig die vorhandenen Analysetools nicht auf die firmen- und länderspezifische Situation zugeschnitten sind, so wird deutlich, dass die Erfüllung aller Anforderungen eines erheblichen Einsatzes von Seiten der Vermögensverwalter, aber auch von Seiten der Softwareanbieter und der Datenlieferanten bedarf.

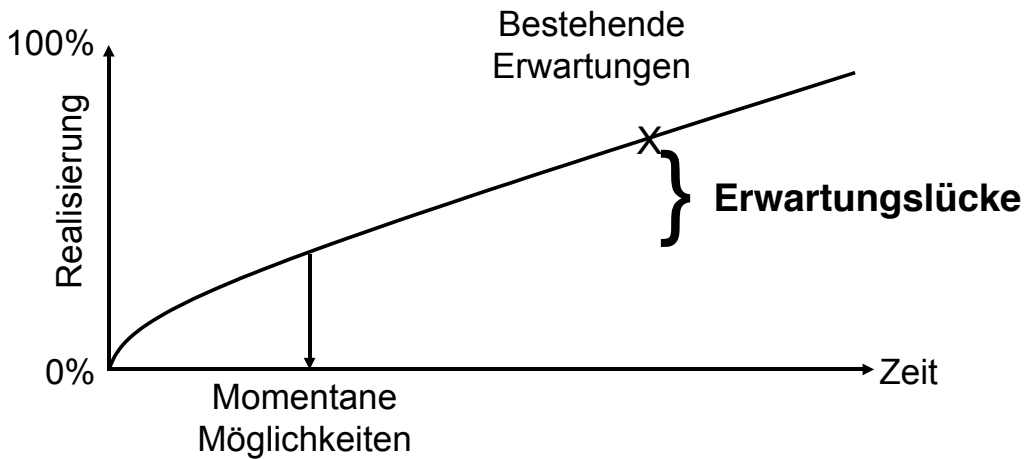


Abbildung 5: Erwartungslücke bei der Performanceanalyse

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Vermögensverwalter im Rahmen der Performanceanalyse erheblichen Erwartungen gegenüberstehen, denen sie zurzeit nur teilweise gerecht werden können. Viele davon sind unrealistisch, da mit der bestehenden Technik, der verfügbaren Software und den verfügbaren Daten die gewünschten Performanceanalysen nur beschränkt durchführbar sind. Aufgabe der Vermögensverwalter sollte es sein, in- und ausserhalb der Vermögensverwaltung realistische Erwartungen zu bilden und zusammen mit den Datenlieferanten und Softwareanbietern an der Erweiterung der Datenbasis bzw. der Softwarefunktionalitäten zu arbeiten.⁴

Vision der Performanceanalyse

Betrachtet man den grossen Konkurrenzkampf innerhalb des Vermögensverwaltungsmarktes sowie zwischen den einzelnen Softwareanbietern, so kann man davon ausgehen, dass die bestehende Erwartungslücke in der Zukunft geschlossen wird. Die Vision einer entscheidungsorientierten Zuordnung von historischen und erwarteten Rendite- und Risikobeiträgen ist sehr realistisch.

Zukünftig wird es möglich sein, eine Performanceanalyse für alle Mandate (inkl. gemischter Mandate), für jegliche Aggregation sowie für Simulationen, Strategien und Modellportfolios zu erstellen. Hinsichtlich der analysierbaren Anlageinstrumente und Benchmarks wird es keine Beschränkungen geben, so dass z.B. Derivate, Kredite oder direkte Immobilienanlagen keine Probleme mehr bereiten. Für die verschiedenen Anlageinstrumente werden alle benötigten Charakteristiken sowohl auf Titelebene als auch auf täglicher Basis verfügbar sein. Ausserdem können die Analysen für jeden Anlageentscheidungsprozess unter Berücksichtigung aller kundenspezifischen Anlagerestriktionen (auch solche, die auf steuerliche und reglementarische Vorschriften beruhen) durchgeführt werden. Zusätzlich werden die Performanceanalysen als fester Bestandteil des Kundenreportings über das Internet abrufbar sein.

Bis dorthin ist der Weg jedoch noch sehr lang: Diejenige Vermögensverwaltung, welche die Vision der Performanceanalyse teilt und sich der Herausforderung der Implementierung einer aussagekräftigen Performanceanalyse stellt, muss erhebliche Investitionen leisten. Diese werden sich wahrscheinlich nicht kurzfristig, sicherlich jedoch mittelfristig auszahlen.

Endnotes

- ¹ Vgl. Stefan Illmer: „Controlling im Portfolio-Management“, Schweizer Treuhänder, 6-7/1997, S. 561-562. Controlling wird hier als Informationsmanagement definiert, dessen Aufgabe die Beschaffung, Aufbereitung, Prüfung und Verteilung von Informationen ist, welche für die Steuerung der Vermögensverwaltung im Hinblick auf dessen Ziele benötigt werden. Hierbei besteht das Controlling-Ziel darin, die Infrastruktur - insbesondere im Rahmen der Anlageentscheidungsprozesse – so mit zu gestalten, dass die Prozesse (z.B. Prognose-, Entscheidungs- und Umsetzungsprozesse), die Qualität bzw. die Ergebnisse (z.B. Renditen), die Risiken (z.B. aus derivativen Instrumenten) und die Kosten transparenter und nachvollziehbar werden.
- ² Die Performanceanalyse muss sich nicht nur auf einzelne Vermögensverwaltungsmandate oder Benchmarks beziehen, sondern kann auch auf beliebige Teilsegmente (wie z.B. Anlagekategorien, Länder, Währungen oder Instrumente) oder beliebige Aggregationen (wie z.B. für das Gesamtvermögen eines Kunden) ausgerichtet sein. Des Weiteren sei erwähnt, dass sich die Performanceanalyse nicht nur auf effektive Vermögensverwaltungsmandate, sondern auch auf die im Rahmen des Anlageentscheidungsprozesses getroffenen Prognosen (wie für einzelne Märkte, Währungen oder Titel) und festgelegten Strategien (wie z.B. die Benchmark oder die strategische und taktische Asset Allocation) beziehen kann.
- ³ Die Performanceanalyse wird häufig auch mit der Performanceattribution gleichgesetzt, was jedoch zu erheblichen Missverständnissen führen kann, weshalb im Falle einer absoluten Zerlegung von einer Contribution und im Falle einer relativen Zerlegung von einer Attribution gesprochen werden sollte. Abhängig davon, ob Renditen oder Risiken betrachtet werden, sollten somit zur Präzisierung die Begriffe Renditecontribution bzw. -attribution und Risikocontribution bzw. -attribution verwendet werden.
- ⁴ Der Aufbau von nationalen Benchmarkdatenbanken sowie die Entwicklung von modularen, unabhängigen Applikationen, welche länderspezifische Besonderheiten berücksichtigen, würde ausserdem die Implementierung einer Performanceanalyse erheblich vereinfachen.